



Analisi del Servizio Studi BNL BNP Paribas

FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

17

4 luglio 2022

Bce, Fed, BoE: nuove sfide per la politica monetaria

Alessandra Mastrotta



BNL

BNP PARIBAS

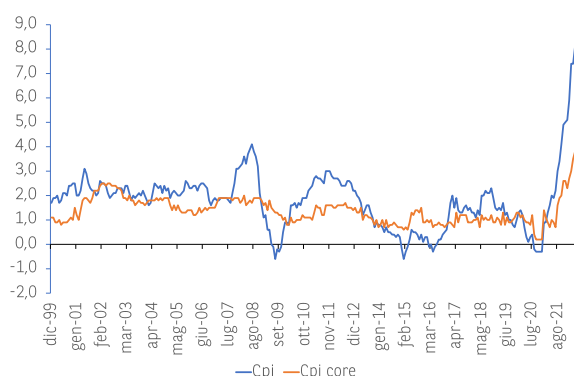
La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

Negli anni 2000 le Banche centrali hanno affrontato scenari inattesi e senza precedenti: la crisi finanziaria, quella dei debiti sovrani, la pandemia del Covid. Contrastarne gli effetti negativi sullo sviluppo economico ha richiesto l'adozione di misure di politica monetaria non convenzionali: tassi ufficiali anche inferiori a zero ed enormi immissioni di liquidità sia con finanziamenti a lunghissimo termine che con acquisti di titoli sul mercato secondario. La ripresa successiva alla pandemia, avviata nel corso del 2021, è coincisa però con il ritorno dell'inflazione, situazione aggravata dalla crisi geopolitica in atto. Il superamento del target dell'inflazione al 2% ha richiesto un cambiamento di strategia e nell'ordine BoE, Fed e Bce stanno tracciando il ritorno verso una normalizzazione della propria politica monetaria: abbandono del quantitative easing e graduale rialzo dei tassi ufficiali.

Area euro, prezzi al consumo

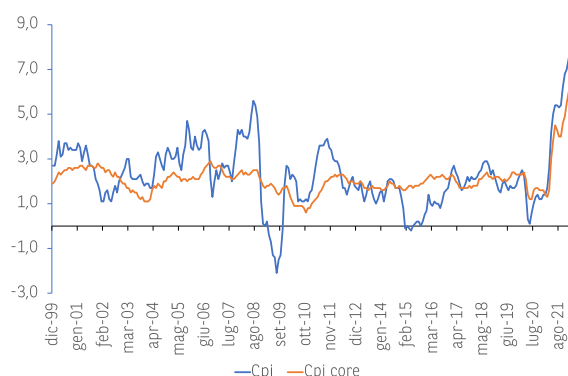
(dati anno su anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Stati Uniti, prezzi al consumo

(dati anno su anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati US BLS

Quanto accaduto negli ultimi anni ha modificato il contesto di riferimento, ed alla luce di questo le Banche centrali hanno rivisto le proprie strategie di politica monetaria. In particolare la Bce ha confermato come priorità la stabilità dei prezzi, ma il target viene modificato da "sotto, ma vicino al 2%" al "2%", dando così la stessa valenza a scostamenti negativi e positivi. Si mantiene l'orientamento di medio periodo della politica monetaria, mentre nella valutazione della strategia l'analisi monetaria e quella economica vengono sostituite da una più integrata visione di analisi economica ed analisi monetaria e finanziaria. Entra a far parte del mandato della Bce anche il cambiamento climatico: le implicazioni di questo hanno una rilevanza su prezzi e stabilità finanziaria. L'esperienza degli ultimi anni ha infine suggerito la necessità di rivalutare le strategie con maggiore regolarità; le attuali linee di azione saranno riviste nel 2025.

BCE, FED, BOE: NUOVE SFIDE PER LA POLITICA MONETARIA

Alessandra Mastrotta*

Economist Servizio Studi BNL BNP Paribas

alessandra.mastrotta@bnpparibas.com

Gli anni 2000 si aprono con nuove sfide per le Banche centrali

Il terzo decennio degli anni duemila sta caratterizzandosi per continui e rapidi mutamenti dello scenario, economico e non solo. Eventi eccezionali, quali la pandemia del 2020/2021 e la crisi geopolitica in atto, si sono innestati su un contesto già complesso dopo la crisi finanziaria degli anni 2008/2009 e quella seguente dei debiti sovrani nell'Area euro del 2011/2012. Tutto questo ha avuto risvolti su tutte le principali economie ed ha richiesto azioni molto forti su più fronti, tra cui quello della conduzione di politica monetaria.

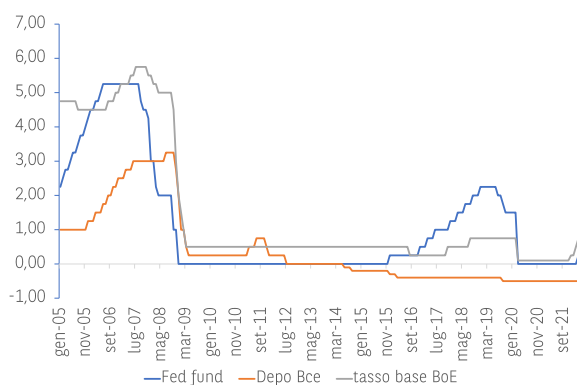
In questi anni le Banche centrali hanno quindi affrontato scenari assolutamente inattesi e soprattutto senza precedenti, che hanno comportato l'applicazione di misure mai utilizzate prima. Forse la più eclatante fra queste è l'adozione, da parte di alcune Banche centrali fra cui la Bce, di alcuni tassi di interesse ufficiali negativi. Anche il ricorso ad immissioni massicce di liquidità attraverso l'acquisto di titoli (il cosiddetto quantitative easing) è un "mai visto" per dimensioni. L'adozione di una politica ultra accomodante mirava a sostenere le economie dopo un periodo di recessione, allo scopo di farle tornare su un sentiero di crescita, in un contesto in cui sul fronte delle dinamiche dei prezzi non si registrava alcun segnale di inflazione; al contrario, si è anche sfiorato il rischio di perdurante deflazione, circostanza che rendeva del tutto teorico il target indicato dalla maggior parte delle Banche centrali, il 2%.

Lo scoppio della pandemia del Covid-19 ha rafforzato questi trend: la crescita nelle principali economie, che già dava qualche segnale di rallentamento dopo i positivi anni seguiti alla crisi dei debiti sovrani, ha subito un brusco arresto, con il Pil che nel 2020 ha registrato contrazioni molto significative in tutti i Paesi, con l'eccezione quasi isolata della Cina. La risposta anche a questa crisi ha richiesto la prosecuzione ed il rafforzamento di politiche monetarie ultra espansive.

2021, si cambia

La progressiva uscita dalla crisi pandemica, che anche grazie ai vaccini ha comportato un ricorso sempre meno massiccio ai lockdown che avevano bloccato produzione e consumi, ha portato ad una sensibile ripresa della domanda contemporaneamente in vari Paesi; domanda alimentata anche da un generalizzato e significativo accumulo di risparmio (dovuto sia all'impossibilità di effettuare una serie di spese nelle fasi dei diversi lockdown, sia al sostegno delle politiche fiscali). Le difficoltà dal lato

Tassi ufficiali Fed, Bce e BoE



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Fed, Bce, BoE

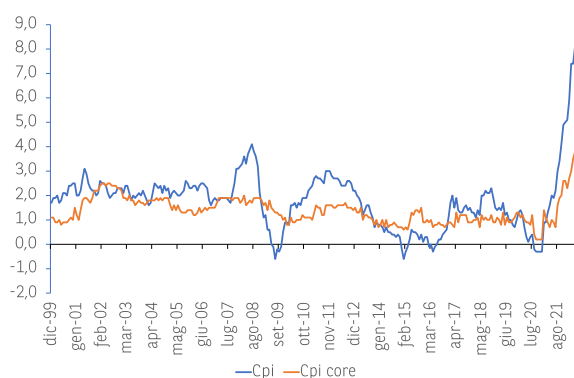
* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice

dell'offerta di tenere il passo con questo recupero della domanda sono state acuite sia dalle pressioni sui prezzi delle materie prime dovute alla maggiore richiesta, sia dai problemi di trasporto e distribuzione causati dal malfunzionamento delle catene del valore, con conseguente aumento dei costi di trasporto (fra cui, ad esempio, quello dei noli dei cargo, di cui uno dei misuratori è il Baltic Dry Index). La somma di questi fattori ha fatto sì che nel 2021 si siano avuti tassi di crescita significativi in gran parte delle economie avanzate, con rimbalzi più o meno marcati, ma in uno scenario di inflazione in netto rialzo.

Il significativo aumento dei prezzi iniziato nei primi mesi del 2021, innescato da quelli delle materie prime e dei beni ad esse direttamente collegati, si è inserito in uno scenario

Area euro, prezzi al consumo

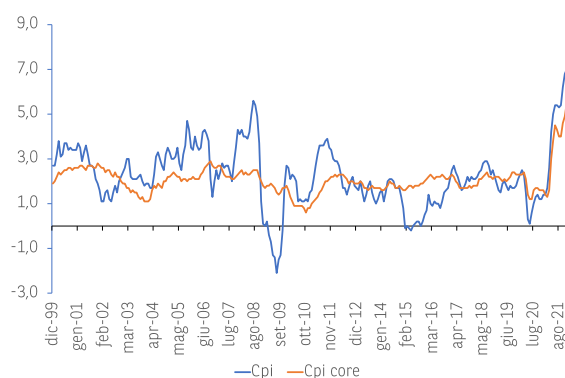
(dati anno su anno)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Stati Uniti, prezzi al consumo

(dati anno su anno)



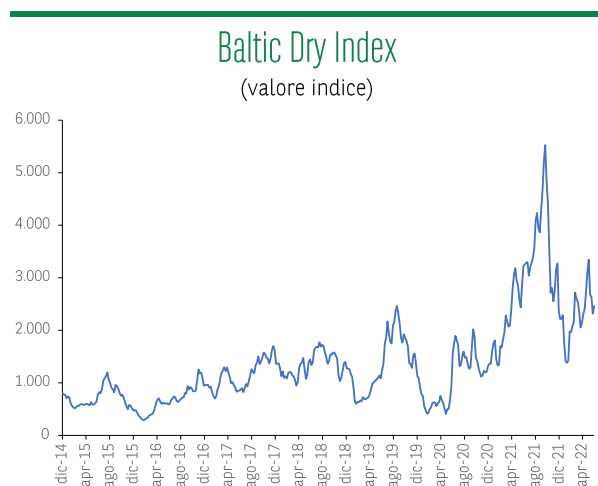
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati US BLS

caratterizzato da livelli molto elevati di liquidità immessi negli anni e soprattutto nei mesi precedenti da Fed e Bce allo scopo di contrastare il rallentamento economico, con tassi ufficiali ai minimi storici: dallo zero toccato dal limite inferiore dei fed fund al valore negativo del tasso depo della Bce. In un primo tempo, la lettura da parte di Bce e Fed del trend dei prezzi in rapido recupero nel corso del 2021 è stata quella di un fenomeno passeggero, destinato a rientrare con la normalizzazione delle quotazioni delle materie prime, associato all'ipotesi che il rialzo restasse circoscritto e non si diffondesse sul resto dei beni e servizi. Tuttavia i livelli raggiunti verso fine anno dall'inflazione negli Stati Uniti, nell'Area euro e in Gran Bretagna e l'inizio della consapevolezza che non si trattasse di un fenomeno temporaneo e circoscritto, richiedevano interventi più o meno rapidi ed incisivi (la prima Banca centrale ad agire è stata quella inglese). Lo scoppio dell'attuale crisi geopolitica, con l'ulteriore irrigidimento delle quotazioni delle materie prime energetiche ed alimentari, ha rafforzato la dinamica inflazionistica; Fed e Bce hanno quindi definitivamente abbandonato l'ipotesi che il fenomeno fosse transitorio ed hanno accelerato il percorso di "normalizzazione" della politica monetaria, ossia l'interruzione del quantitative easing (in attesa che diventi un quantitative tightening) e il progressivo rialzo dei tassi di interesse ufficiali.

In pratica, entrambe le Banche centrali hanno ridotto fino ad annullare gli acquisti di titoli sul mercato interrompendo l'immissione di nuova liquidità nel sistema ed hanno iniziato anche a pianificare (la Bce) e avviare (la Fed) il rialzo dei tassi ufficiali; quest'ultima ha già reso operativo anche il piano di graduale riduzione del proprio portafoglio. La Fed e la Bce, accumulate dal fatto di avere un target simmetrico sull'inflazione, affrontano però due contesti non esattamente simili: negli Stati Uniti la crescita è influenzata da una domanda per ora ancora vivace (anche se non mancano i primi segnali di rallentamento) e da un mercato del lavoro positivo, in cui si

registra però già l'effetto dell'inflazione sulla crescita dei salari; nell'Area euro l'aumento dei prezzi sembra al momento indotto soprattutto da fattori di offerta e, nella fattispecie, dall'aumento dei costi legati ancora una volta alle quotazioni delle materie prime: secondo le informazioni più recenti, nell'Area si riscontra solo un moderato recupero della perdita di potere d'acquisto sui salari.

Le differenze fra le due aree sono evidenziate dal confronto tra gli indici dei prezzi totali e i



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

“core”, che escludono energia ed alimentari: negli Stati Uniti l'andamento fra i due è molto più correlato che non nell'Area euro. In sintesi, negli Stati Uniti sembra esserci una situazione di crescita per ora ancora vivace (anche se iniziano a trapelare segnali di rallentamento) affiancata da un'elevata inflazione, mentre nell'Area euro vi sono più rischi che nel futuro l'aumento dei prezzi comporti un'eccessiva frenata del Pil reale: una condizione in cui l'effetto del rialzo dei tassi ufficiali sulla dinamica inflazionistica potrebbe essere meno efficace che negli Stati Uniti. Tuttavia, sebbene in condizioni in parte dissimili, tra cui anche il fatto che l'Area euro sia più esposta rispetto agli Stati Uniti ad un possibile freno dell'economia dovuto agli sviluppi della crisi geopolitica, il sentiero di un percorso di

politiche monetarie sempre meno accomodanti fino al possibile ritorno a livelli di tassi che potrebbero configurare uno scenario di politiche monetarie restrittive, è ormai tracciato.

La Bce si adegua al nuovo contesto

La strategia monetaria della Bce è stata definita nel 1998 ed in seguito rivista nel 2003, e si fondava su tre elementi: 1) perseguire la stabilità dei prezzi con una duplice formulazione: un obiettivo quantitativo del tasso annuo dell'indice dei prezzi al consumo, compreso - implicitamente - tra lo zero (si parla di “incremento” dei prezzi) ed - esplicitamente - il 2%, allo scopo di mantenere l'inflazione sotto, ma vicino al 2%; 2) un orizzonte temporale a medio termine, alla luce dei ritardi temporali degli effetti della politica monetaria sull'inflazione; 3) un'analisi dei rischi alla stabilità dei prezzi fondata su due pilastri: analisi economica ed analisi monetaria. La stabilità sui prezzi è quindi l'obiettivo primario; la Bce ha anche il compito di supportare le politiche economiche generali dell'Unione che non pregiudichino il raggiungimento del primo obiettivo.

Nel 1998 la decisione di definire al 2% il target di inflazione rispondeva ad una serie di motivi: una delle ragioni della creazione dell'EMU (Economic Monetary Union) era di bloccare l'inflazione dopo un lungo periodo di prezzi elevati, il che spiega la definizione del valore massimo e non del minimo; il livello scelto era legato a fattori congiunturali (l'inflazione era intorno all'1% in Francia e Germania); inoltre, nel 1994 la Banca di Francia aveva avuto il mandato costituzionale di perseguire tassi d'inflazione sotto il 2% per preservare la stabilità dei prezzi. Nel 2003 si è svolta una prima valutazione delle strategie seguite fino ad allora.

Negli ultimi vent'anni lo scenario si è profondamente modificato e le Banche centrali hanno dovuto affrontare nuove sfide: oltre a shock come la crisi finanziaria globale, quella dei debiti

sovrani e quella del covid, fenomeni quali la globalizzazione e la digitalizzazione hanno influenzato la struttura dei beni e servizi, con un effetto diretto sui prezzi. Non sono estranei anche l'evoluzione delle strutture finanziarie, con l'aumento dell'intermediazione attraverso il settore non bancario; il cambiamento climatico e le politiche di mitigazione del fenomeno che alterano la struttura e le dinamiche delle economie, influenzando la stabilità dei prezzi; è cambiato anche lo scenario della comunicazione, con una maggior rilevanza dei canali diretti ed una crescente domanda di trasparenza di parte del pubblico.

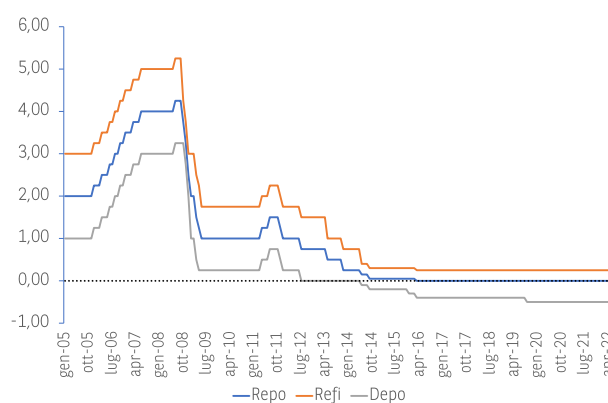
La premessa all'adozione di una nuova strategia monetaria si è basata sulla comprensione delle ragioni per le quali l'inflazione si è mantenuta su livelli così bassi e sotto l'obiettivo della Bce fin dal 2013, mentre nella prima decade dell'Unione Economica Monetaria si erano registrati per lo più shock al rialzo. Ragioni cicliche, come l'impatto disinflattivo (in alcune fasi anche deflattivo) delle recessioni del 2009 e del 2012, hanno interagito con trend strutturali come la globalizzazione e la digitalizzazione; la persistente bassa inflazione ha influenzato anche le aspettative. L'utilizzo di strumenti non convenzionali (tassi d'interesse negativi, pronti termine a lunghissima scadenza, acquisto di titoli sul mercato secondario) soprattutto a partire dal 2014 ha contrastato efficacemente le pressioni di disinflazione e allontanato i timori di deflazione, evitando ulteriori pressioni al ribasso sulle aspettative. Tuttavia, secondo la Bce parte del problema potrebbe essere stata anche l'asimmetria ("sotto, ma vicino al 2%") del livello di inflazione obiettivo.

Le nuove linee strategiche sono state oggetto di analisi dal gennaio 2020 al luglio 2021, mese in cui i risultati dello studio sono stati resi pubblici: confermano come priorità il mantenimento della stabilità dei prezzi misurata dall'indice dei prezzi al consumo ritenuto tempestivo, affidabile, comparabile e credibile. Il target d'inflazione viene semplificato indicando solo un livello quantitativo specifico, pari al 2%. Ciò significa che la Banca centrale ritiene allo stesso modo non desiderabili scostamenti sia negativi sia positivi dal target e che quindi il 2% non deve essere considerato un valore massimo; questa scelta dovrebbe anche agevolare l'ancoraggio delle aspettative sull'inflazione intorno a quel valore. La nuova strategia conferma l'orientamento di medio periodo della politica monetaria, un riconoscimento del fatto che il controllo dell'inflazione è imperfetto nel breve periodo, a causa del ritardo nella trasmissione degli effetti delle scelte di politica monetaria sugli aggregati. Inoltre, vanno considerati altri fattori che possono

influire su inflazione e crescita economica nella stessa direzione (shock dal lato della domanda) o costituire un trade off (shock sull'offerta). Quindi l'orientamento di medio periodo consente di agire con flessibilità adattando le proprie decisioni in base anche ad altri eventi con impatto sulla stabilità dei prezzi. Infine dopo l'esperienza degli ultimi anni, i nuovi strumenti non convenzionali, che hanno mostrato la propria efficacia nel contrastare le pressioni disinflazionistiche, entrano a far parte a tutti gli effetti delle misure a disposizione della Bce.

Un effetto "collaterale" di uno di questi, il quantitative easing, è stato quello di modificare l'importanza relativa tra i tre tassi ufficiali della Bce: il tasso repo, refi e depo. In un contesto di

Tassi ufficiali Bce: depo, repo, refi



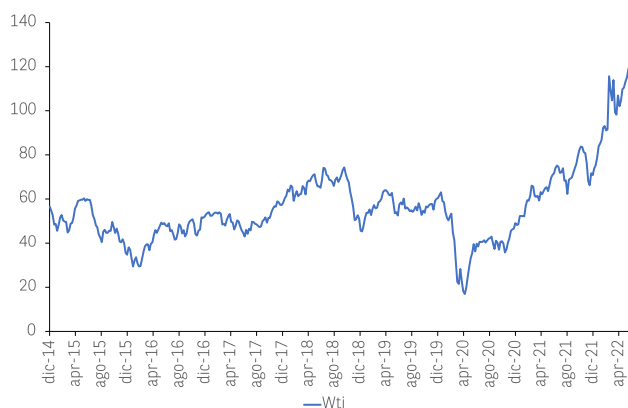
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

politica monetaria “normalizzata”, il tasso considerato pivot è (era) quello repo, a cui si finanziano le banche con operazioni a due settimane. Con una situazione di abbondante liquidità, il tasso più importante è diventato il tasso depo, a cui sono remunerati i depositi presso la Banca centrale. Alla luce di questa nuova priorità, nel 2015 la Bce ha interrotto la simmetria di +/-25bp fra i tassi refi e depo rispetto al tasso repo intervenendo al ribasso solo sul tasso depo; oggi il differenziale tra questo e il repo è di -50bp. Secondo le parole di Lagarde, l’ipotesi di ripristinare la simmetria sarà valutata dal Consiglio nei prossimi incontri, probabilmente a settembre, in occasione di quello che, sempre secondo quanto affermato dalla Bce all’incontro dello scorso giugno, dovrebbe essere il secondo intervento al rialzo sui tassi dopo quello che dovrebbe essere deliberato al prossimo meeting del 21 luglio. Dal punto di vista pratico, non dovrebbe cambiare molto sui mercati, visto che l’eccesso di liquidità rende significativo e quindi operativo in questa fase di fatto il solo tasso depo.

Anche il cambiamento climatico entra nel mandato della Bce, che è chiamata ad assicurare che l’Eurosistema prenda in considerazione le implicazioni di questo e della transizione dai combustibili fossili nella gestione della politica monetaria, in quanto tali fattori hanno una rilevanza sui prezzi e sulla stabilità finanziaria ed influenzano il valore e il profilo di rischio degli asset. La Bce migliorerà progressivamente i propri modelli macroeconomici e svilupperà indicatori statistici per favorire la comprensione dell’impatto macroeconomico delle politiche per il cambiamento climatico; inoltre, la Banca centrale amplierà la propria operatività ad acquisti di asset del settore ed all’utilizzo dei titoli come collaterali (i cosiddetti titoli green).

Quotazioni del petrolio

(dati settimanali)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bloomberg

Un’ulteriore modifica riguarda il terzo punto della strategia: le analisi monetaria ed economica vengono sostituite da una più completa ed integrata visione di analisi economica ed analisi monetaria e finanziaria. La prima si concentra sugli sviluppi di breve periodo su crescita, occupazione ed inflazione ed una valutazione dei rischi su crescita ed inflazione; fanno parte dell’analisi anche i trend strutturali. L’analisi monetaria e finanziaria, diventata particolarmente rilevante dopo la crisi del 2008/9, esamina gli indicatori monetari e finanziari, focalizzandosi sui meccanismi di trasmissione: questo permette di individuare più facilmente possibili cambi nei canali di trasmissione (come fattori strutturali tipo l’aumento

dell’intermediazione finanziaria non bancaria) o asimmetrie nella trasmissione della politica monetaria (fra cui la frammentazione dei mercati).

L’esperienza degli ultimi anni ha suggerito la necessità di rivalutare le strategie di politica monetaria con maggiore regolarità; si può già immaginare che le prossime linee di azione, scadenzate per il 2025, prenderanno in esame gli sviluppi in tema di valute digitali e le modifiche strutturali del sistema finanziario con il ruolo crescente del settore non bancario.

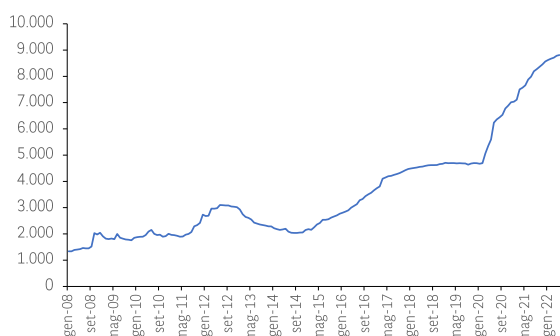
Non solo Bce

La Federal Reserve ha un mandato che presenta priorità diverse rispetto a quelle della Bce: con la politica monetaria è chiamata a promuovere gli obiettivi di massimo impiego, prezzi stabili ed interessi a lungo termine moderati. Il Congresso ha attribuito alla Fed anche il compito di salvaguardare la stabilità del sistema finanziario, assicurando la solidità delle istituzioni finanziarie e promuovendo la protezione dei consumatori.

Ogni anno la Fed rende noti i propri obiettivi e principi. Il livello dei prezzi misurato dal Pce (Personal Consumer Expenditure che, a differenza dell'indice dei prezzi al consumo, è misurato in base ai consumi effettivi e non ad un paniere standard) è indicato al 2%; il livello del massimo impiego, per la cui valutazione si utilizzano una serie di indicatori relativi al mercato del lavoro, non viene tradotto con un numero perché è molto influenzato da fattori non monetari che agiscono sulla struttura e sulle dinamiche del mercato del lavoro che possono cambiare nel tempo e non essere misurabili. Anche la Fed ha modificato la propria politica alla luce della crisi finanziaria del 2008/9, introducendo nelle comunicazioni al termine degli incontri la forward guidance (quindi fornisce indicazioni ai mercati su cosa intende fare nel periodo successivo alla comunicazione ed in base a quali logiche), e il massiccio acquisto di titoli. Un'altra modifica introdotta durante la crisi, a dicembre 2008, è stata il passaggio della definizione del target dei fed fund da valore unico a range di valori con un differenziale di 25bp fra limite minimo e limite massimo.

Attivi Banca centrale europea

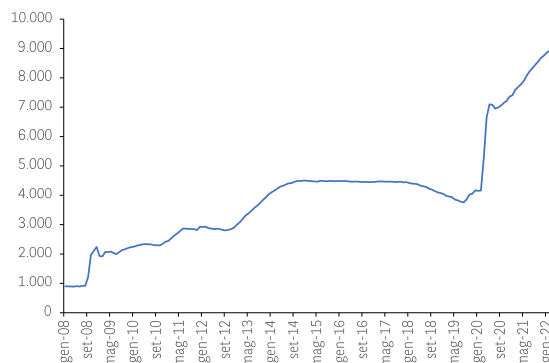
(miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Bce

Attivi Federal Reserve

(miliardi di dollari)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Fed

Nel corso degli anni si sono consolidati tre principi relativi alla condotta della politica monetaria: 1) dovrebbe essere ben compresa; gli obiettivi devono essere definiti chiaramente e comunicati al pubblico. Ciò consente a famiglie ed imprese di prendere le decisioni economiche e di pianificare il futuro, oltre a promuovere la stabilità economica evitando sorprese; 2) la Banca centrale dovrebbe seguire una politica monetaria espansiva quando l'attività economica è inferiore al livello associato con il pieno utilizzo delle risorse e l'inflazione al di sotto del valore obiettivo, e viceversa; 3) la Banca centrale dovrebbe alzare i tassi di interesse nel tempo, in misura maggiore alla variazione della dinamica inflazionistica se il fenomeno è persistente, e viceversa in caso di disinflazione¹. In ogni caso, dati la complessità dell'economia statunitense ed i cambiamenti che rendono difficoltosa la misurazione di una serie di variabili, la Fed non

¹ Ad esempio, se l'inflazione passa dal 2% al 3% per fattori non temporanei, la Banca centrale dovrebbe alzare i tassi di più di un punto percentuale.

segue in modo automatico le regole di politica monetaria. L'istituto centrale statunitense ha sottoposto ad analisi e revisione i propri criteri strategici nell'agosto del 2020.

La Banca d'Inghilterra è stata fondata nel 1694 con lo scopo di promuovere il bene pubblico e del popolo del Paese. In termini più realistici, un cronista dell'epoca ha parlato della creazione di una banca pubblica da parte del Parlamento per raccogliere il denaro necessario a finanziare la guerra. In cambio, la BoE fu l'unica a poter essere costituita come società per azioni ed ebbe il monopolio dell'emissione di valuta nell'area di Londra. Presto divenne la parte dominante della struttura finanziaria inglese, tanto che le banche commerciali tenevano valuta della Banca d'Inghilterra come riserva al posto dell'oro e nei fatti e le attribuirono il ruolo di prestatore di ultima istanza. Alla fine del 1800 la BoE aveva la responsabilità informale in molte aree: agente fiscale per il governo, promotore della stabilità finanziaria, prestatore di ultima istanza. Le sue responsabilità sono rimaste informali fino al 1997, quando si è formata la nuova banca, con un focus sulla stabilità dei prezzi e la fissazione di chiari obiettivi statutari, accompagnati dall'indipendenza operativa, cosa che la rese più credibile nel perseguimento di un obiettivo del tasso di inflazione, fissato al 2%. In linea con quanto fatto dalla Bce e dalla Fed, a seguito delle crisi degli anni scorsi ha attuato una politica monetaria ultra accomodante ricorrendo anche al quantitative easing; è stata la prima a rialzare i tassi in questa nuova fase, portando nel dicembre del 2021 il base rate dallo 0,10% allo 0,25%; oggi, dopo l'incremento di giugno, il quinto in pochi mesi, il tasso si colloca all'1,25%.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL BNP Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.
