



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**L’INFLAZIONE EUROPEA NEL PERIODO 2021-2023:
UN’ANALISI DELLE CAUSE E DELLE POLITICHE ATTUATE
DALLA BCE**

**EUROPEAN INFLATION IN THE PERIOD 2021-2023:
AN ANALYSIS OF THE CAUSES AND POLICIES IMPLEMENTED BY THE
ECB**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Francesco Zallocco

Anno Accademico 2023/2024

INDICE

INTRODUZIONE	5
CAPITOLO 1 – DINAMICHE DELL’INFLAZIONE NELL’EUROZONA: ANALISI DELLE CAUSE FONDAMENTALI	
1.1. Definizione e principali cause dell’inflazione.....	7
1.2. Come si misura l’inflazione.....	8
1.3. Quadro generale dell’inflazione europea negli anni 2021-2023.....	10
CAPITOLO 2 – LA RISPOSTA DELLA BCE ALLA CRESCITA DELL’INFLAZIONE	
2.1. Gli strumenti di politica monetaria delle Banche Centrali.....	16
2.1.1. Gli strumenti convenzionali di politica monetaria.....	17
2.1.2. Gli strumenti non convenzionali di politica monetaria.....	19
2.2. La politica della BCE per il contenimento dell’inflazione.....	21
2.3. Ruolo della politica monetaria e dei fattori non monetari nel declino dell’inflazione.....	26
CAPITOLO 3 – PROSPETTIVE FUTURE DELLE POLITICHE DELLE BANCHE CENTRALI	29
3.1. Prudenza delle Banche Centrali nel taglio dei tassi. Un confronto tra FED e BCE....	
3.1.1. La strategia della BCE.....	30
3.1.2. La strategia della FED.....	32
CONCLUSIONE	34
BIBLIOGRAFIA	35
SITOGRAFIA	37

INTRODUZIONE

L'inflazione è uno dei fenomeni economici più rilevanti e discussi, in grado di influenzare profondamente il benessere economico delle nazioni e il potere d'acquisto dei cittadini. Negli ultimi anni, l'Europa ha vissuto un periodo di intensa pressione inflazionistica, soprattutto nel periodo che va dal 2021 al 2023, che ha sollevato molteplici interrogativi sulle cause e sulle misure adottate per contenerla. Questa tesi si propone di analizzare l'inflazione europea in questo triennio, esaminando sia i fattori scatenanti sia le risposte della Banca Centrale Europea (BCE).

Durante la pandemia di COVID-19, le economie europee hanno subito shock significativi, con ripercussioni a lungo termine. Le misure di lockdown e le restrizioni hanno portato a interruzioni nelle catene di approvvigionamento globali, causando una scarsità di beni e servizi e aumentando i costi di produzione. In più, la domanda di beni di consumo è cambiata drasticamente, contribuendo a ulteriori squilibri tra domanda e offerta.

Nel 2022, la guerra in Ucraina ha ulteriormente aggravato la situazione economica, causando una crisi energetica senza precedenti. L'aumento dei prezzi dell'energia ha avuto poi effetti a catena su tutta l'economia, aumentando i costi per le imprese e riducendo il potere d'acquisto delle famiglie. Questi fattori combinati hanno spinto l'inflazione a livelli storicamente elevati, mettendo alla prova le capacità delle autorità monetarie di mantenere la stabilità dei prezzi.

Durante questo periodo, la Banca Centrale Europea ha giocato un ruolo essenziale, adottando diverse misure di politica monetaria per contenere l'inflazione. La complessità delle cause dell'inflazione ha reso però difficile la previsione e il controllo efficace dei suoi sviluppi. Oltre agli strumenti di politica monetaria tradizionali, come le variazioni dei tassi di interesse e i programmi di acquisto di titoli, la BCE ha introdotto interventi straordinari per sostenere l'economia e attenuare gli effetti delle crisi in corso.

Questi temi sono oggetto di studio della seguente tesi, che viene articolata in tre capitoli. Nel primo vengono trattate le dinamiche dell'inflazione nell'Eurozona, fornendo una definizione del fenomeno e descrivendone le principali cause e modalità di calcolo. Si analizza inoltre il quadro generale dell'inflazione europea e mondiale nel periodo 2021-2023, con un approfondimento sui meccanismi principali che hanno contribuito alla sua crescita.

Il secondo capitolo si concentra sulla risposta della BCE alla crescita dell'inflazione. Vengono illustrati gli strumenti di politica monetaria a disposizione delle Banche Centrali e analizzate le specifiche politiche adottate dalla BCE per contenere l'inflazione. Si discute anche il ruolo della politica monetaria e dei fattori di origine non monetaria nel declino dell'inflazione avvenuto nel 2023.

Il terzo capitolo esamina le prospettive future delle politiche delle Banche Centrali, con particolare attenzione alla prudenza necessaria nel taglio dei tassi di interesse. Viene effettuata un'analisi comparativa tra le strategie della Federal Reserve (FED) e quelle della BCE, focalizzandosi sulle loro politiche future in relazione al ribasso dei tassi per gestire l'inflazione.

Capitolo 1

DINAMICHE INFLAZIONISTICHE NELL'EUROZONA: ANALISI DELLE CAUSE FONDAMENTALI

1.1. Definizione e principali cause dell'inflazione

L'inflazione è un concetto economico fondamentale che indica l'aumento del livello generale di prezzi e servizi in un'economia in un determinato periodo di tempo.

Tale aumento riduce il potere di acquisto della moneta, dato che, con la medesima quantità di denaro, si possono acquistare meno beni e servizi rispetto ad una situazione precedente. Pertanto può essere considerato come uno degli indicatori più importanti per capire lo stato di salute di un'economia, ed è uno degli indicatori economici che si trova maggiormente al centro dell'attenzione di investitori, aziende e consumatori.

Questo fenomeno può essere generato da un insieme di varianti che possono agire da sole o in combinazione, causando variazioni sul livello dei prezzi a lungo o a breve termine.

Una delle principali cause dell'inflazione è l'eccesso di domanda rispetto all'offerta di beni e servizi, determinando la cosiddetta "Inflazione da domanda" o "Demand-Pull Inflation".

L'inflazione da domanda può essere influenzata da diversi fattori, come aumenti rapidi dell'offerta di moneta determinati da politiche espansive da parte delle Banche Centrali, le quali per stimolare l'economia dopo periodi di grave stress economico mettono in circolazione grandi quantità di base monetaria, alimentando la domanda di beni e generando inflazione qualora le aziende non riescano ad incrementare l'offerta per soddisfare la domanda. Un'economia forte può altresì generare inflazione da domanda attraverso una crescita economica robusta e una bassa disoccupazione, aumentando i redditi e la spesa dei consumatori ed incrementando in tal maniera la domanda aggregata, la quale si rifletterà su un aumento del livello dei prezzi. Le aspettative della collettività in relazione ad un possibile aumento futuro dei prezzi giocano inoltre un ruolo fondamentale e anch'esse influiscono nella generazione di inflazione da domanda, influenzando il comportamento dei consumatori e delle imprese, le quali, ad esempio, aspettandosi un aumento futuro dei prezzi di beni e servizi, anticipano le proprie decisioni di acquisto, causando un aumento immediato della domanda e contribuendo così a creare inflazione.

Un'altra determinante significativa dell'inflazione è l'aumento dei costi di produzione, che porta ad un incremento dei prezzi dei beni e servizi iniziali. Questo fenomeno è noto come inflazione da costi, o "Cost-Push Inflation".

Una delle principali componenti che incidono su tale fenomeno è rappresentata dalla riduzione o dagli incrementi dei costi della manodopera, dei beni capitali o delle materie prime. Ad esempio, quando i costi delle materie prime o i costi della manodopera aumentano per un qualsiasi motivo, le aziende devono affrontare costi di produzione più elevati, che successivamente trasferiscono sui prezzi dei prodotti finali, generando inflazione.

Centrale è inoltre il ruolo di eventuali problemi nelle catene di fornitura nella generazione di inflazione da costi. Conflitti internazionali, disastri naturali e nuove regolamentazioni possono determinare delle interruzioni in tali catene, generando degli inevitabili incrementi nei costi di produzione.

Comprendere quindi le cause scatenanti e le dinamiche sottostanti al fenomeno inflazionistico è di cruciale importanza per poter sviluppare delle politiche economiche efficaci che consentano di mantenere la stabilità dei prezzi e garantire la salute economica di una nazione.

1.2. Come si misura l'inflazione

Per poter misurare, ovvero definire a livello quantitativo il complesso fenomeno dell'inflazione, viene utilizzato un particolare indicatore chiamato Indice dei Prezzi al Consumo (IPC), ovvero uno strumento statistico che misura le variazioni nel tempo dei prezzi di un insieme di beni e servizi, chiamato paniere, rappresentativo degli effettivi consumi delle famiglie in uno specifico anno, il quale viene aggiornato costantemente dagli istituti nazionali di statistica al fine di riflettere correttamente i cambiamenti nei modelli di consumo della popolazione.

Ogni elemento incluso nel paniere ha un peso specifico, che riflette la sua importanza relativa nella spesa totale delle famiglie.

L'Istat produce tre diversi indici dei prezzi al consumo:

1. NIC (Indice dei Prezzi al consumo per l'intera collettività nazionale).

Tale indice considera come popolazione di riferimento l'intera popolazione nazionale, e si riferisce specificatamente ai consumi delle famiglie sul territorio nazionale. Permette quindi di misurare

l'inflazione a livello dell'intero sistema economico. Rappresenta il parametro di riferimento utilizzato dagli organi di governo per la realizzazione delle politiche economiche.

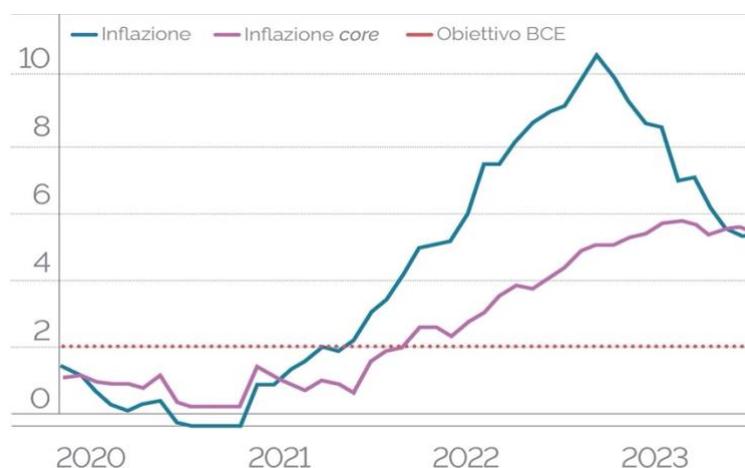
2. FOI (Indice dei Prezzi al Consumo per le Famiglie di Operai e Impiegati). Si tratta di un indice basato sul medesimo paniere di beni e servizi del NIC, ma che si riferisce ai consumi delle famiglie che fanno capo ad un lavoratore dipendente (extra agricolo). Viene utilizzato come base per l'adeguamento agli affitti o degli assegni di mantenimento.

3. IPCA (Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato per i Paesi membri dell'Unione Europea). Indice sviluppato per assicurare una misura dell'inflazione comparabile a livello europeo. Viene calcolato considerando un paniere che tenga conto delle peculiarità di ogni stato membro e delle regole comuni usate per la ponderazione dei beni che compongono tale paniere. Sulla base di questo tasso viene determinato il tasso di inflazione dell'area Euro, al quale fa riferimento la BCE per le sue politiche.

Mentre gli indici dei prezzi al consumo come NIC, FOI e IPCA offrono una panoramica complessiva dell'andamento dei prezzi, al fine di arricchire ulteriormente l'analisi delle modalità di calcolo dell'inflazione, è bene introdurre il concetto di inflazione di fondo (o *core inflation*), la quale si concentra su una misura più stabile e meno influenzata da fattori volatili.

Questa grandezza infatti misura l'andamento medio dei prezzi escludendo dal calcolo tutti quei prodotti come i generi alimentari, il tabacco, gli alcolici e i prezzi dell'energia, i quali sono soggetti ad un'elevata volatilità, fornendo un'indicazione più affidabile delle tendenze inflazionistiche di lungo periodo ed eliminando gli effetti transitori dovuti alle fluttuazioni dei prezzi di questi beni volatili.

Figura 1.1: Inflazione primaria e inflazione core a confronto nel periodo 2020-2023



Fonte: ISPI, Elaborazione ISPI su dati Eurostat, 2023

Dalla Figura 1.1 possiamo notare come nel periodo di riferimento, dal 2021 al 2023, l'inflazione core abbia avuto una minore espansione rispetto all'inflazione complessiva, evidenziando come i prezzi energetici e alimentari abbiano invece duramente impattato sul tasso di inflazione totale, generando una notevole discrepanza tra le due misure.

Chiaramente, com'è avvenuto poi nel periodo che stiamo analizzando, un aumento dell'inflazione di fondo sta a rappresentare uno scenario in cui le pressioni inflazionistiche si sono radicate nell'economia, incidendo anche su tutti quei beni e servizi che generalmente rimangono più stabili perché caratterizzati da una bassa volatilità, ed è un segnale di allarme, perché potrebbe indicare che un fenomeno inizialmente valutato come transitorio si stia nei fatti consolidando nell'economia.

1.3. Quadro generale dell'inflazione europea negli anni 2021-2023

Negli anni 2021-2023, l'inflazione nell'area euro è cambiata rapidamente a causa di fattori di origine interna ed esterna. Durante questo periodo i tassi di inflazione hanno subito notevoli oscillazioni, raggiungendo dei picchi storici, che hanno sollevato preoccupazioni tra le autorità monetarie, i governi, le imprese e i consumatori.

Dai bollettini economici della Banca d'Italia, i quali forniscono informazioni sul contesto economico dell'area Euro, nel 2021 l'inflazione complessiva misurata tramite lo IAPC si è collocata, in media, al 2,6%, in notevole rialzo rispetto alla media dello 0,3% registrata nel 2020, arrivando a toccare un picco del 5% a dicembre.

Come è possibile evincere dalla Figura 1.2, la quale ci permette di scomporre l'inflazione complessiva nelle sue principali componenti, il maggiore contributo all'aumento dell'inflazione complessiva nel 2021 è derivato dalla componente energetica (in giallo). Dopo il crollo dei prezzi dell'energia nel 2020 a causa della pandemia di COVID-19 e delle restrizioni globali, la ripresa della domanda globale di energia, combinata con limitazioni dell'offerta dovute ad interruzioni nella catena di fornitura e condizioni metereologiche estreme hanno portato ad un notevole aumento del livello dei prezzi di gas e petrolio, il quale ha inciso per più del 50% dell'incremento totale dell'inflazione nel 2021.

A partire dall'estate dello stesso anno, tuttavia, anche i contributi di altre componenti, come beni industriali non energetici e i servizi ai consumatori hanno inciso in maniera determinante.

L'allentamento delle misure di chiusura legate alla pandemia e delle altre restrizioni, insieme all'orientamento espansivo della politica monetaria e delle politiche di bilancio hanno consentito una ripresa della domanda aggregata, fornendo un importante impulso soprattutto ai servizi.

L'impennata dell'inflazione complessiva misurata tramite lo IAPC su base annua nell'area Euro fino al 5% a dicembre 2021, rispetto al -0,3% di dicembre 2020, e allo 0,9%, in media, dei cinque anni antecedenti la pandemia, è risultata senza precedenti, soprattutto in termini di rapidità con cui si è generato l'incremento.

Tuttavia, i bassi livelli dei prezzi nel 2020 sono un fattore da non trascurare quando si valuta il forte aumento dell'inflazione nel corso del 2021, in quanto costituiscono la base per il calcolo dei tassi di crescita sui dodici mesi per tale anno. Questo concetto economico viene definito "effetto base", e descrive l'influenza che i livelli dei prezzi dell'anno precedente hanno sui tassi di inflazione attuali. Nel 2020, infatti, i prezzi dell'energia erano crollati a causa del drastico calo della domanda durante la pandemia, mentre nel 2021, grazie alle graduali riaperture la domanda è aumentata e i prezzi dell'energia sono saliti rapidamente. Questo incremento è apparso particolarmente marcato se confrontato con i prezzi bassi dell'anno precedente, amplificando così l'inflazione misurata.

Tale effetto base è riconducibile anche alla riduzione temporanea dell'aliquota IVA in Germania nella seconda metà del 2020 per stimolare la spesa dei consumatori. Al momento della revoca di tale taglio, a gennaio 2021, i prezzi sono aumentati non solo a causa della domanda ripristinata, ma anche perché i confronti con i prezzi bassi dell'anno precedente dovuti all'IVA ridotta hanno amplificato l'effetto inflazionistico.

Ad ogni modo, si prevedeva che i fattori determinanti dell'inflazione nel 2021 si sarebbero in gran parte esauriti, portando ad un progressivo calo del tasso di inflazione nel corso del successivo anno, eppure, a febbraio 2022, l'invasione Russa in Ucraina ha provocato ulteriori effetti critici all'economia e all'inflazione dell'area euro. I prezzi dell'energia sono aumentati drasticamente dall'inizio dell'invasione in tutti i paesi europei, poiché la Russia era un fornitore importante di energia, e la sola aspettativa di future carenze, specialmente di gas naturale, ha contribuito ad un significativo aumento dell'inflazione. Anche il prezzo degli alimenti è aumentato notevolmente, e tale incremento è collegato sia direttamente al conflitto, poiché la Russia e l'Ucraina sono grandi produttori di prodotti agricoli, sia indirettamente, in quanto l'energia è un input fondamentale per la produzione e per il trasporto di beni alimentari.

Come evidenziato dai dati forniti dalla Banca Centrale Europea nei suoi report annuali, l'inflazione complessiva nell'area euro, misurata dall'indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC), si è

collocata mediamente all'8,4% nel 2022, in notevole aumento dalla media del 2,6% segnata nell'anno precedente, toccando tassi elevatissimi, intorno al 10% su base annua negli ultimi mesi. Gli andamenti segnati dalla componente energetica, già molto elevata all'inizio dell'anno, e quella alimentare hanno assunto un ruolo cruciale, determinando quasi i tre quarti dell'aumento dell'inflazione complessiva nel corso del 2022.

L'aumento dei prezzi dell'energia e degli alimenti si è poi progressivamente trasferito su altri prezzi, poiché questi fattori entrano come prodotti intermedi nella produzione di altri beni o servizi finali, e per tale ragione i prezzi energetici hanno avuto non solo effetti diretti sull'inflazione complessiva, ma anche sull'inflazione core, o di fondo.

Infatti l'energia e gli alimenti possono influenzare l'inflazione di fondo attraverso vari meccanismi, ed è importante tener conto di questi effetti quando si valuta se le pressioni inflazionistiche si stanno diffondendo in maniera più ampia e radicata nell'economia.

In primo luogo, come menzionato precedentemente, un primo meccanismo è rappresentato dal fatto che l'energia e gli alimenti sono input per la produzione di altri prodotti e servizi. L'energia, ed in particolare il gas naturale, il cui prezzo è aumentato notevolmente per alcuni mesi, è utilizzata in quasi tutti i settori come fonte di energia per la produzione, il riscaldamento ed il trasporto, mentre i prezzi dei beni alimentari influenzano numerosi settori sia industriali, come le industrie alimentari, sia di ristorazione, e possono per tal ragione essere considerati input di produzione per altri beni o servizi.

In secondo luogo, in alcuni paesi europei¹, vi è una certa indicizzazione automatica dei salari e dei prezzi di alcuni beni e servizi in funzione del tasso di inflazione. Tale meccanismo di indicizzazione può contribuire ad una spirale inflazionistica, poiché l'aumento dei salari e dei prezzi in seguito ad un aumento dell'inflazione contribuisce ad un ulteriore aumento dei costi.

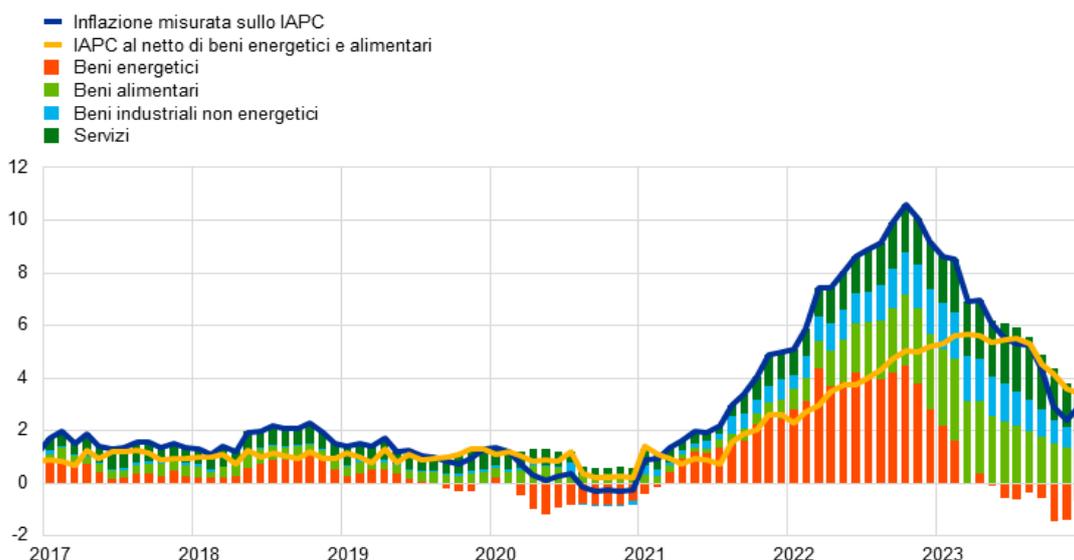
Come emerge dai dati Eurostat, il picco massimo di inflazione è stato toccato ad ottobre 2022, quando il tasso tendenziale (con cui si intende l'aumento dei prezzi rispetto allo stesso mese dell'anno precedente) ha raggiunto il 10,6% nell'area Euro. Per renderci conto meglio della portata senza precedenti del fenomeno inflazionistico che si sta analizzando, è bene ricordare che prima della spinta inflazionistica di tali anni, consultando i dati storici forniti sempre dall'Eurostat, l'inflazione media nell'Unione Europea (UE) aveva raggiunto il suo livello più elevato nell'agosto 2008, toccando quota 4,3%.

¹ Belgio e Lussemburgo utilizzano ancora il meccanismo di indicizzazione automatica dei salari all'inflazione. Tuttavia, nella maggior parte dei paesi europei, gli stipendi non seguono più tale adeguamento automatico in virtù di trattative libere con i datori di lavoro e di contratti collettivi, come in Italia.

L'anno 2023 è iniziato dunque con un'inflazione complessiva ancora prossima ai massimi storici. Gli effetti negativi dei precedenti shock dal lato della domanda e dell'offerta, seppur in attenuazione, hanno continuato a spingere verso l'alto i prezzi. L'inflazione complessiva, come si evince dai report della BCE, si è collocata al 6,9% su base annua a marzo 2023, fino ad arrivare ad un tasso pari al 2,9% nell'area Euro a dicembre 2023.

Com'è possibile osservare dalla figura 1.2, tutte le principali componenti dell'inflazione hanno registrato un calo nella seconda metà del 2023, a partire dai prezzi dei beni energetici, i quali a gennaio erano ancora molto elevati, ma a fine anno sono scesi di 25,6 punti percentuali, portandosi addirittura in territorio negativo. Questa riduzione dell'inflazione della componente energetica ha determinato più della metà del calo dell'inflazione complessiva in tale periodo, ed ha rispecchiato il riassorbimento dei forti rincari energetici verificatisi nel 2022.

Figura 1.2: Inflazione complessiva e le sue componenti (2017-2023)



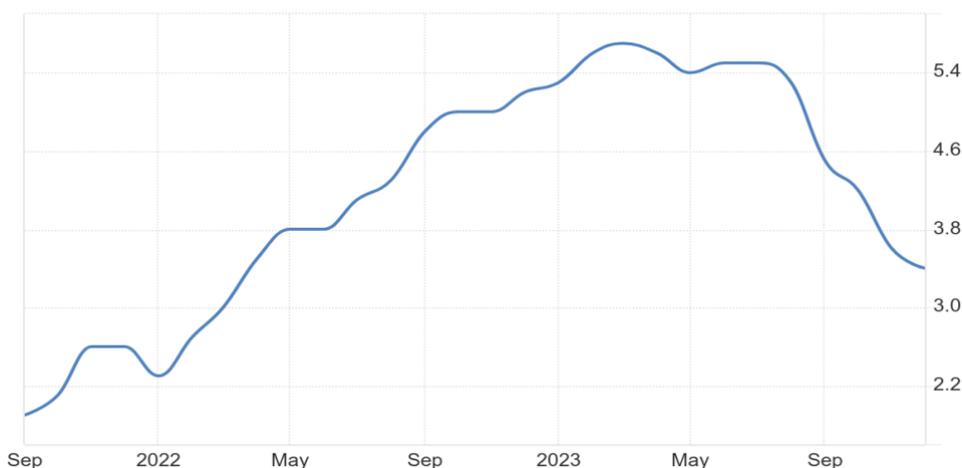
Fonte: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Anche l'inflazione di fondo, misurata come IAPC al netto delle componenti volatili dei beni energetici e alimentari, ha subito una flessione nel corso dell'anno com'è evidenziato dalla Figura 1.3: a partire da marzo 2023, infatti, dove l'indice di inflazione core ha raggiunto un picco del 5,7%, abbiamo assistito ad un calo di 2,3 punti percentuali, toccando nel mese di dicembre il 3,4%.

Tale flessione è dovuta innanzi tutto al calo della domanda di beni industriali non energetici, dovuto ad un inasprimento delle condizioni di finanziamento, che ha reso più costoso per le imprese e i consumatori accedere al credito. Inoltre, le pressioni dovute alle strozzature dell'offerta causate dal malfunzionamento delle catene di approvvigionamento e agli elevati costi dell'energia hanno iniziato a diminuire, portando quindi ad una diminuzione dei costi di produzione e conseguentemente ad un calo dei prezzi dei beni.

Tuttavia, nonostante sia notevolmente diminuita, l'inflazione di fondo ha mostrato una maggiore resistenza al ribasso nel 2023 a differenza dell'indicatore complessivo, e se nel 2022 aveva raggiunto picchi intorno al 5%, nel 2023 si è attestata su valori solo leggermente inferiori, rimanendo comunque significativamente elevata rispetto agli standard storici e restando sopra il target del 2% fissato dalla BCE. Ciò è spiegato dal fatto che le politiche monetarie della BCE, come il rialzo dei tassi di interesse, richiedono tempo per manifestarsi concretamente nell'economia, perciò anche se l'inflazione complessiva è stata influenzata rapidamente dalla riduzione dei prezzi energetici e alimentari, l'inflazione core necessita di più tempo per riflettere gli effetti restrittivi della politica monetaria e per allinearsi all'obiettivo del 2%.

Figura 1.3: Inflazione di fondo nell'area Euro (Settembre 2021-Dicembre 2023)



Fonte: Elaborazione di *Trading Economics* su dati Eurostat.

Capitolo 2

LA RISPOSTA DELLA BANCA CENTRALE EUROPEA ALLA CRESCITA DELL'INFLAZIONE

2.1. Gli strumenti di politica monetaria della Banca Centrale Europea

La politica monetaria rappresenta l'insieme di interventi adottati da una Banca Centrale con l'obiettivo principale di mantenere la stabilità dei prezzi, ovvero assicurarsi che l'inflazione rimanga bassa, stabile e prevedibile.

Il Consiglio direttivo, ossia il principale organo decisionale della BCE, ritiene che il miglior modo per mantenere la stabilità dei prezzi sia perseguire un livello di inflazione del 2% nel medio termine.

La scelta di perseguire un margine di inflazione sufficientemente al di sopra dello 0% è spinta principalmente dal bisogno di stimolare l'investimento e la spesa, incoraggiando i consumatori a spendere ed investire piuttosto che accumulare denaro, e di fornire alla politica monetaria lo spazio per poter ridurre i tassi di interesse in caso di andamenti avversi come ad esempio le crisi economiche. Inoltre, si vuol prevenire la deflazione², dato che la riduzione dei prezzi nel tempo può portare ad una spirale negativa in cui i consumatori ritardano gli acquisti nella speranza di prezzi più bassi in futuro, causando una riduzione della domanda che a sua volta può portare ad un rallentamento economico.

Al fine del raggiungimento di tale obiettivo di stabilità dei prezzi, la BCE dispone di vari strumenti, alcuni dei quali messi a punto in occasione di esigenze specifiche. L'avvicinarsi di crisi nei secondi dieci anni di vita dell'euro, infatti, ha comportato la revisione e l'ampliamento della dotazione degli strumenti di politica monetaria a disposizione della BCE. In relazione a ciò, possiamo effettuare una distinzione, adottata a livello ufficiale, tra strumenti considerati "convenzionali", in quanto rappresentativi delle misure standard utilizzate dalla BCE nella gestione della politica monetaria, e strumenti definiti "non convenzionali", che indicano delle misure

² La deflazione è l'esatto contrario dell'inflazione. Consiste in un calo del livello generale dei prezzi di beni e servizi.

adottate in condizioni economiche straordinarie, quando gli strumenti tradizionali non sono sufficienti per stabilizzare l'economia o raggiungere determinati obiettivi di inflazione.

2.1.1. Gli strumenti convenzionali di Politica Monetaria

I principali strumenti convenzionali della BCE rientrano in 3 categorie:

1. Le Operazioni di Mercato Aperto (OMA);
2. Le operazioni su iniziativa delle controparti;
3. Il regime di riserva obbligatoria (ROB).

Le operazioni di mercato aperto (OMA) sono uno strumento di politica monetaria utilizzato su iniziativa della Banca Centrale Europea e attuato tramite le Banche Centrali Nazionali per regolare la liquidità nel sistema bancario e influenzare i tassi di interesse a breve termine, con l'obiettivo di trasmettere i segnali della politica monetaria.

Le OMA si distinguono in operazioni temporanee e definitive: le operazioni di mercato aperto temporanee riguardano principalmente l'immissione di liquidità bancaria tramite l'acquisto di titoli ceduti a garanzia dalle banche, mentre le operazioni definitive si riferiscono a operazioni di intervento flessibili, senza una scadenza precisa, utilizzate dalla BCE per correggere i livelli di liquidità bancaria a fronte di esigenze temporanee impreviste o esigenze di aggiustamento strutturale dei mercati monetari.

L'aggiudicazione della liquidità avviene tramite delle aste, che possono essere a tasso fisso o variabile³, e con contratti pronti contro termine. Il valore della liquidità ricevuta da ogni singola banca dipende dal valore dei titoli ceduti in garanzia a cui viene sottratta dalla BCE una percentuale direttamente correlata al loro grado di rischiosità. (in gergo: "haircut").

Più il titolo è rischioso, maggiore sarà lo sconto applicato al suo valore di mercato.

³ Nelle aste a tasso fisso, la BCE stabilisce preventivamente un tasso d'interesse e le banche commerciali partecipanti all'asta possono solo indicare l'ammontare di liquidità che desiderano prendere in prestito. Se la domanda totale delle banche supera l'importo di liquidità offerto dalla BCE la liquidità verrà assegnata proporzionalmente tra i partecipanti.

Nelle aste a tasso variabile, il tasso è determinato attraverso un meccanismo di offerta competitiva: le banche presentano offerte che specificano sia la quantità di liquidità bancaria desiderata, sia il tasso di interesse che sono disposte a pagare. Viene così stabilito un ordine di priorità di aggiudicazione che privilegia chi è disposto a pagare un tasso maggiore.

Le banche partecipanti alle aste vengono accreditate nei conti correnti di gestione di un corrispondente valore dei titoli ceduti, scontati del tasso di interesse di aggiudicazione.

Alla scadenza dell'operazione, quando la banca restituisce la liquidità alla banca centrale, i titoli ceduti in garanzia vengono dati indietro alla banca.

Tra le OMA temporanee più rilevanti ci sono le operazioni di rifinanziamento principali, le quali vengono rinnovate settimanalmente e sono regolate con aste standard nelle quali la BCE stabilisce il tasso minimo, che rappresenta il tasso di riferimento principale per la trasmissione dei segnali di politica monetaria, e le operazioni di finanziamento a più lungo termine, che sono simili a quelle di rifinanziamento principale, ma vengono svolte a cadenza mensile con contratti pronti contro termine trimestrali. La BCE, per le operazioni a più lungo termine, stabilisce l'ammontare disponibile nelle aste senza fissare un tasso di interesse predefinito. La liquidità bancaria viene distribuita in base ai tassi variabili proposti dalle banche assegnatarie senza che vi sia un tasso ufficiale stabilito in anticipo.

All'interno delle OMA rientrano anche le operazioni di "*fine tuning*" (FT) e di tipo strutturale (OS). Questi strumenti di intervento flessibili sono utilizzati dalla BCE per correggere i livelli di liquidità bancaria a fronte di esigenze temporanee impreviste nel caso di FT, o di esigenze di aggiustamento strutturale nei mercati monetari nel caso di OS. Possono essere utilizzate sia per immettere liquidità sia per assorbirla, in presenza di eccessi. Si tratta di interventi straordinari volti a prevenire che improvvisi squilibri nella liquidità possano generare fluttuazioni destabilizzanti nei tassi di interesse o influenzare negativamente le aspettative del mercato.

Le operazioni su iniziativa delle controparti sono il secondo strumento convenzionale di politica monetaria e permettono alle istituzioni creditizie di compensare eventuali squilibri di liquidità, in eccesso o in difetto, al termine della giornata operativa. Queste operazioni sono finalizzate ad iniettare o assorbire liquidità nel mercato monetario attraverso delle operazioni "*overnight*", ovvero a breve termine, su richiesta della controparte, ovvero le banche che necessitano liquidità o ne hanno in eccesso. La Banca Centrale si avvale di queste operazioni soprattutto per contenere le oscillazioni dei tassi *overnight* che si determinano nel mercato interbancario, attraverso la determinazione di un "corridoio" di tassi ufficiali *overnight*⁴.

⁴ Il "tetto" di tale corridoio è rappresentato dal tasso di interesse applicato ai finanziamenti marginali, ossia i finanziamenti *overnight* concessi dalla Banca Centrale alle banche in difetto di liquidità, mentre il "pavimento" è rappresentato dal tasso applicato ai *Deposit Facility*, ovvero i depositi a brevissimo termine concessi dalla Banca Centrale alle banche in eccesso di liquidità.

Tali operazioni su iniziativa delle controparti sono più comunemente definite come *Standing Facilities*, e “sono utilizzate anche come copertura istituzionale per colmare scompensi eccezionali di liquidità e contenere turbative in termini di reputazione anche legate a crisi di fiducia.”⁵

Il terzo strumento convenzionale è il Regime di Riserva Obbligatoria (ROB), un vincolo imposto nei confronti delle banche in termini di percentuale di depositi da detenere presso la Banca Centrale come strumento di garanzia e di controllo. Attraverso l’aumento o la riduzione del coefficiente di riserva obbligatoria, ossia la percentuale di depositi da trattenere come riserva, la BCE incide direttamente sulla quantità di denaro disponibile per gli istituti creditizi da prestare ai clienti, riducendo o aumentando la liquidità nel sistema bancario.

2.1.2. Gli strumenti non convenzionali di Politica Monetaria

A seguito di numerose crisi economiche intercorse dopo i primi dieci anni del duemila, partendo dalla crisi finanziaria del 2008 e dalla crisi del debito sovrano nel 2011-12, fino alla pandemia di Covid-19 negli ultimi anni, la Banca Centrale Europea ha introdotto nuovi strumenti definiti “non convenzionali”, in aggiunta alla struttura base del proprio quadro operativo, intesi come un insieme di politiche urgenti e straordinarie applicate in situazioni di eccezionale gravità, dove i normali strumenti di politica monetaria non produrrebbero gli effetti desiderati.

Uno dei principali strumenti di politica monetaria non convenzionali è il Programma di Acquisto Attività (PAA), ovvero un programma, introdotto nel gennaio 2015, finalizzato all’acquisto definitivo da parte della BCE e le Banche Centrali nazionali di una serie di strumenti finanziari, fra cui titoli di Stato, titoli emessi da istituzioni sovranazionali europee, obbligazioni societarie, titoli derivanti da cartolarizzazioni e obbligazioni garantite, con lo scopo di incrementare il tasso di inflazione nel caso in cui, a causa di crisi economiche, risulti inferiore all’obiettivo del 2% per un periodo di tempo troppo lungo. Tale meccanismo di acquisto di titoli esercita un impatto importante sui rendimenti di titoli pubblici e privati: aumentandone la domanda, i tassi di interesse di rendimento si riducono e ciò si riflette in un abbassamento generale dei tassi di interesse sul mercato, influenzando anche i tassi su altri tipi di prestiti e obbligazioni, in modo da incentivare l’accesso al credito e promuovere gli investimenti e i consumi.

⁵ Alessandrini, P. (2021). *Economia e Politica della Moneta*. Bologna, Il Mulino, pag. 167.

All'interno di questa categoria di strumenti, uno dei più rilevanti è l'adozione di tassi di interesse ufficiali negativi, meglio nota come "*Negative Interest Rate Policy*" (NIRP).

Si tratta di una politica non convenzionale attraverso cui le banche centrali impongono tassi negativi sui depositi delle banche commerciali presso di loro, con l'obiettivo di stimolare l'attività economica disincentivando le banche commerciali dal mantenere riserve inattive presso la banca centrale. Il tasso negativo sulla liquidità in eccesso è una forma di tassa implicita, che induce le banche a cercare altri impieghi più proficui, con il risultato sperato di aumentare la mobilità delle riserve e mettere in moto i moltiplicatori della moneta e del credito, che aumentano. Generalmente, questa politica viene adottata in presenza di un'inflazione persistentemente bassa e in periodi di debole crescita economica o recessione, al fine di stimolare l'attività economica incoraggiando le banche a prestare denaro e cercando di stimolare i consumi, gli investimenti e la domanda aggregata, aiutando così a riportare l'inflazione ad un livello prossimo all'obiettivo del 2% della BCE, sebbene permangano incertezze sugli effetti collaterali e sui rischi che questo strumento comporta.

Un altro importante strumento non convenzionale è rappresentato dall'estensione delle scadenze relative alle operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, conosciute anche come *Long Term Refinancing Operations* (LTRO), da tre mesi ad un anno nel 2009, in relazione alla crisi finanziaria, a tre anni, in concomitanza alla crisi del debito sovrano nel 2011-12, fino alle *Targeted Long Term Refinancing Operations* (TLTRO) a quattro anni. Queste ultime, più comunemente conosciute come "Operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine", ovvero operazioni che consentono di far arrivare agli istituti creditizi dell'Eurosistema finanziamenti con scadenze pluriennali destinati come più volte spiegato dalla Banca d'Italia, "a migliorare il funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria, sostenendo l'erogazione del credito bancario all'economia reale".

Accanto a queste operazioni, è necessario menzionare anche un'ulteriore strumento non convenzionale di politica monetaria utilizzato dalle Banche Centrali, strettamente correlato al Programma di Acquisto Attività, ovvero il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), introdotto nel marzo 2020 in risposta alla crisi scatenata dalla pandemia di Covid-19 per contrastare i rischi per la trasmissione della politica monetaria e per le prospettive economiche dell'area euro. Tale programma prevedeva che venissero effettuati acquisti di titoli pubblici e privati, con riferimento a tutte le attività finanziarie pubbliche e private oggetto del PAA, includendo anche i Titoli di Stato emessi dalla Grecia, che fino a quel momento non erano ammessi.

Anche l'utilizzo sistematico della *Forward Guidance* può essere considerato uno strumento di politica monetaria non convenzionale fondamentale. Con questo termine si vuol indicare la

comunicazione da parte della Banca Centrale delle sue intenzioni future riguardo alle decisioni di politica monetaria, con l'obiettivo di influenzare le aspettative degli operatori economici, ad esempio incoraggiando una maggiore spesa per sostenere l'economia e contrastare la deflazione. In aggiunta, possiamo considerare all'interno degli strumenti non convenzionali delle Banche Centrali anche le manovre dei tassi di interesse effettuate con maggiore intensità e rapidità rispetto al passato. Con riferimento al periodo 2022-2024, l'inasprimento della politica dei tassi di interesse è stata utilizzata con particolare vigore per contrastare il vertiginoso aumento del tasso di inflazione.

2.2. La politica della Banca Centrale Europea per il contenimento dell'inflazione

La pressione inflazionistica senza precedenti registrata negli anni compresi tra il 2021 e il 2023 è stata generata principalmente da un mix di fattori, come l'aumento dei prezzi delle materie prime, i rallentamenti nelle catene di approvvigionamento, ulteriormente aggravati dall'invasione russa in Ucraina.

In questo contesto, la BCE ha dovuto affrontare una delle sfide più complesse della sua storia: riportare l'inflazione sotto controllo senza compromettere la ripresa economica.

Nel 2021, la politica monetaria della Banca Centrale Europea è stata fortemente accomodante, guidata dall'obiettivo di sostenere la ripresa economica nell'area euro, duramente messa alla prova dalla crisi pandemica.

La BCE, a marzo 2021, ha ampliato e prolungato il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), un programma straordinario di acquisto titoli privati e pubblici varato a marzo 2020 in risposta alla pandemia di Covid-19 per garantire condizioni di finanziamento favorevoli e sostenere la stabilità finanziaria durante le fasi più critiche della pandemia.

Parallelamente, nel corso di tale anno, sono stati mantenuti invariati i tassi di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali⁶, sulle operazioni di rifinanziamento marginale⁷ e sui

⁶ Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali rappresenta il tasso al quale le banche possono ottenere dei prestiti a medio termine dalla BCE e consiste nel costo principale del denaro per le banche, che di conseguenza influenza il costo di mutui e prestiti concessi a famiglie e imprese.

⁷ Il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale è il costo che le banche devono sostenere per ottenere dei prestiti a breve termine dalla BCE.

depositi presso la banca centrale⁸, rispettivamente allo 0,0%, allo 0,25% e al -0,50%. La decisione di mantenere una politica monetaria accomodante, dal punto di vista della manovra dei tassi di interesse e dall'ampliamento del PEPP, è stata guidata dall'obiettivo di sostenere l'economia europea nel quadro della ripresa dalla pandemia, continuando quindi a garantire condizioni di finanziamento agevolate ed evitando di soffocare la ripresa economica.

Anche relativamente alle operazioni di rifinanziamento, quindi, la politica della BCE è rimasta accomodante al termine del 2021, continuando a fornire abbondante liquidità alle banche a condizioni vantaggiose, in un contesto in cui l'inflazione era vista come un fenomeno temporaneo derivante prevalentemente da fattori come i prezzi energetici e dalle interruzioni delle catene di approvvigionamento, piuttosto che da un'inflazione di fondo persistente.

Nel 2022, tuttavia, la politica monetaria della Banca Centrale Europea ha subito un'importante evoluzione in risposta all'emergente spinta inflazionistica registrata verso la fine dell'anno precedente, segnando un vero e proprio punto di svolta, con un'attenzione maggiore nei confronti dell'inflazione e un graduale cambiamento di rotta verso politiche maggiormente restrittive rispetto agli anni precedenti, in cui si era concentrata principalmente sul sostenere la crescita economica in un contesto di bassa inflazione e crisi economiche tra cui la recente emergenza pandemica.

Questo cambio di rotta verso politiche più restrittive ha inizio a fine 2021, con l'intrapresa da parte della BCE di una riduzione graduale degli acquisti netti sotto il PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*), con l'obiettivo di terminare del tutto gli acquisti netti entro marzo 2022 e reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del programma fino al 2024.

Il Consiglio direttivo ha inoltre deciso di ridurre gradualmente gli acquisti netti di attività nell'ambito del PAA (Programma di Acquisto Attività), da 40 miliardi di euro ad aprile, a 30 miliardi a maggio, fino a 20 miliardi a giugno, terminando del tutto tale programma a partire da luglio 2022.

La decisione di ridurre progressivamente e poi interrompere i programmi PEPP e PAA è stata guidata dalla necessità di affrontare l'elevata inflazione evitando di surriscaldare ulteriormente l'economia, normalizzando la politica monetaria e spostando l'attenzione verso la gestione della liquidità e dei tassi di interesse.

Si è trattata quindi di una strategia di uscita graduale dalle misure adottate per uscire dalla crisi pandemica, cercando di evitare turbolenze nei mercati finanziari e allo stesso tempo mantenendo delle condizioni di finanziamento favorevoli.

⁸ Il tasso sui depositi consiste nel tasso al quale la BCE remunera le riserve di liquidità che le banche depositano presso di essa.

L'aumento della pressione inflazionistica nell'area euro nel 2022 ha poi costretto la BCE a rivedere la sua politica sui tassi di interesse. A luglio, infatti, è stato effettuato il primo aumento dei tassi di interesse da oltre un decennio di tassi estremamente bassi, e addirittura negativi, mantenuti per sostenere l'economia durante le numerose crisi intercorse. Alla luce di tale provvedimento, i tre tassi di riferimento sono stati aumentati di 50 punti base, portando quindi rispettivamente i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principali, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la banca centrale allo 0,50%, allo 0,75% e allo 0,00%.

Dopo l'aumento di luglio, la Banca Centrale Europea ha proseguito con questo processo di incremento dei tassi di interesse in risposta all'inflazione persistente che negli ultimi mesi del 2022 ha toccato picchi mai raggiunti in precedenza e, a settembre 2022, ha deciso di innalzare ulteriormente di 75 punti base i tre tassi di interesse di riferimento. Questa mossa è stata una delle più aggressive della storia recente della BCE, sia in termini di dimensione dell'aumento dei tassi in una singola riunione, sia perché tale aumento è arrivato dopo un lungo periodo in cui i tassi di interesse erano rimasti estremamente bassi e in un contesto economico di incertezza globale dovuta alla guerra in Ucraina e alla crisi energetica, che già stava mettendo sotto pressione l'economia europea.

Dopo l'importante rialzo di settembre, la Banca Centrale Europea ha mantenuto un approccio deciso per contrastare l'elevata inflazione, attuando un ulteriore aumento, il terzo consecutivo, ad ottobre 2022.

In tale occasione, i tassi di interesse di riferimento sono stati aumentati di ulteriori 75 punti base, portando i tassi sulle operazioni di rifinanziamento principale, sulle operazioni di rifinanziamento marginale e sui depositi presso la Banca Centrale rispettivamente al 2,00%, al 2,25% e all'1,50%. A conferma della sua determinazione a contrastare l'inflazione persistente, la BCE ha deciso di proseguire il ciclo di rialzi dei tassi di interesse con un quarto consecutivo aumento di altri 50 punti base a dicembre 2022.

La decisione di ridurre l'entità dell'incremento dei tassi di riferimento da 75 punti base a 50 nel quarto rialzo del 2022 è stata guidata da una combinazione di fattori rappresentati in primo luogo dall'evoluzione dell'inflazione, la quale nei mesi precedenti aveva raggiunto livelli storicamente elevati, spingendo la BCE a rispondere in maniera particolarmente aggressiva, dando poi leggeri segnali di rallentamento a dicembre. Questo ha permesso alla BCE di moderare il ritmo degli aumenti, passando da 75 a 50 punti base. Inoltre, è riconosciuto che gli effetti delle politiche monetarie della Banca Centrale producono effetti concreti con un certo ritardo nell'economia, perciò, dopo due aumenti significativi, era prudente valutare l'impatto delle misure adottate prima di procedere con ulteriori rialzi aggressivi.

Per di più, la BCE durante questo periodo di elevata inflazione ha dovuto bilanciare due obiettivi fondamentali: controllare l'inflazione ed evitare di rallentare la crescita economica dell'area euro. Per tale ragione, optare per un aumento meno marcato a dicembre avrebbe evitato di soffocare l'attività economica, riducendo il rischio di una recessione, al fine di evitare una stagflazione⁹ pienamente sviluppata.

Nel 2023, la Banca Centrale Europea ha continuato a mantenere un approccio rigoroso nella sua politica monetaria per combattere un tasso di inflazione che seppur in leggera diminuzione, restava molto elevato. Dopo i significativi aumenti dei tassi di interesse nel corso del 2022, la BCE ha continuato con i rialzi anche nel 2023. Precisamente sono stati 6 i rialzi consecutivi che hanno interessato quest'anno: da febbraio 2023 a settembre 2023, infatti, i tassi di interesse di riferimento della BCE sono stati incrementati di un totale di 200 punti base, portando il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali a 4,50%, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale al 4,75% e il tasso sui depositi al 4,00%.

In questo contesto, i rialzi dei tassi di interesse sono stati accompagnati da un'altra cruciale misura: l'avvio del *Quantitative Tightening* (QT).

Questo termine si riferisce ad uno strumento di politica monetaria che può essere definito non convenzionale, simmetrico rispetto al programma espansivo di *Quantitative Easing* (QE)¹⁰, con cui la BCE decide di ridurre l'impatto espansivo che i programmi di acquisto di titoli come il PAA o il PEPP hanno avuto sull'economia dell'area euro.

Durante i programmi di acquisto, la BCE ha accumulato un ampio portafoglio di titoli, aumentando la moneta in circolazione e abbassando i tassi di interesse di mercato. Quando questi titoli raggiungono la scadenza, la Banca Centrale riceve il rimborso del capitale investito, e, in condizioni favorevoli, potrebbe utilizzare tale capitale per acquistare altri titoli, mantenendo così il livello del portafoglio inalterato.

Tuttavia, nel contesto di elevata inflazione che stiamo analizzando, la BCE ha deciso di non reinvestire completamente il capitale rimborsato, diminuendo complessivamente la dimensione del portafoglio e ritirando la liquidità dal mercato.

A partire da marzo 2023, seguendo questo programma, il portafoglio del PAA ha iniziato a ridursi ad un ritmo misurato e prevedibile, pari in media a 15 miliardi di euro al mese fino alla fine di

⁹ In economia, con il termine "stagflazione" si intende una fase in cui sono presenti contemporaneamente ondate inflazionistiche e stagnazione economica, ovvero una bassa o nulla crescita del prodotto interno lordo.

¹⁰ Il Quantitative Easing, chiamato anche Alleggerimento Quantitativo è uno strumento definibile non convenzionale di politica monetaria introdotto dalla BCE nel 2015 per contrastare l'inflazione che in quel periodo risultava eccessivamente ridotta, assimilabile al Programma di Acquisto Titoli (PAA).

giugno 2023, fermando del tutto i reinvestimenti nel Programma di Acquisto Attività (PAA) a partire da luglio 2023.

L'obiettivo seguito dalla BCE attraverso il *Quantitative Tightening* è stato quello di agire sulla leva dei tassi di interesse a lungo termine, ovvero i Titoli di Stato o altre obbligazioni con una scadenza prolungata. Riducendo il flusso di acquisto di titoli sul mercato, la domanda complessiva diminuisce, e di conseguenza aumentano i rendimenti (i quali sono inversamente proporzionali ai prezzi dei titoli) determinando una loro svalutazione, che si riflette in perdite in bilancio per le banche. Queste ultime compensano poi la perdita con un rialzo dei costi del finanziamento a medio e lungo termine per le imprese. Questo programma ha quindi rafforzato la spinta al rialzo dei tassi di interesse di mercato proveniente dalla manovra dei tassi di riferimento azionata dalla BCE.

Con riferimento al Programma di acquisto per l'emergenza pandemica (PEPP), i cui acquisti sono terminati nel marzo 2022, come possiamo evincere dai rapporti periodici in merito alla politica monetaria adottata dalla BCE, il Consiglio direttivo ha deciso di reinvestire integralmente il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nella prima parte del 2024, e di ridurre, nella seconda parte, il portafoglio del PEPP di 7,5 miliardi di euro al mese, in media, per poi terminare del tutto i reinvestimenti nell'ambito di tale programma alla fine del 2024.

2.3. Ruolo della politica monetaria e dei fattori non monetari nel declino dell'inflazione nel 2023

Il 2023 può essere considerato come un anno di transizione per quanto riguarda l'inflazione nell'area euro. Dopo un 2022 caratterizzato da una pressione inflazionistica estremamente elevata, alimentata principalmente da shock esterni come l'aumento dei prezzi dell'energia e delle materie prime dovuto alla guerra in Ucraina, il 2023 ha visto un graduale rallentamento dell'inflazione.

La politica monetaria estremamente restrittiva, attraverso l'aumento aggressivo dei tassi di interesse e il *Quantitative Tightening*, ha avuto un ruolo significativo nel raffreddare l'inflazione, in particolare attraverso l'effetto che queste politiche hanno generato sulla domanda aggregata e sul costo del credito.

Quando la BCE ha aumentato i tassi di interesse, il costo del credito è aumentato per le imprese e per le famiglie, i prestiti sono diventati più costosi, rendendo meno conveniente per le imprese prendere denaro in prestito per finanziare investimenti e per le famiglie indebitarsi per acquistare beni di consumo. Se la domanda aggregata diminuisce, le imprese sono costrette a ridurre i prezzi o rallentare il ritmo di aumento dei prezzi, al fine di attrarre più clienti. Questo fa sì che la pressione inflazionistica sull'economia si riduca. Una minore domanda di beni e servizi porta anche ad una riduzione della domanda di fattori produttivi come il lavoro o le materie prime, determinando una diminuzione dei salari e dei costi delle materie prime, i quali a loro volta si riflettono su una riduzione dei costi di produzione delle imprese, permettendo una stabilizzazione o una riduzione dei prezzi e contribuendo a rallentare l'inflazione.

Anche il *Quantitative Tightening* ha avuto un effetto importante sulla domanda aggregata. Come visto nel capitolo precedente, tale meccanismo ha comportato una riduzione del bilancio della BCE attraverso il mancato reinvestimento dei titoli in scadenza, riducendo quindi la quantità di moneta in circolazione nell'economia. Con meno liquidità a disposizione, le banche hanno meno risorse da prestare, e ciò ha contribuito ad aumentare ulteriormente il costo del credito, limitando ancor di più la capacità di spesa delle famiglie e delle imprese.

Tuttavia, attribuire il declino dell'inflazione nel 2023 esclusivamente alla politica monetaria restrittiva della BCE sarebbe una semplificazione eccessiva.

Come teorizzato dal premio Nobel Milton Friedman (1961), le politiche monetarie, come l'aumento dei tassi di interesse o il sopra menzionato *Quantitative Tightening*, generalmente tendono ad influenzare l'economia con un ritardo significativo, e perciò richiedono tempo per manifestarsi pienamente con risultati concreti.

Tale ritardo, che da Friedman viene definito "lungo e variabile"¹¹, può avere diverse determinanti. Per prima cosa, i meccanismi di trasmissione monetaria richiedono tempo affinché gli operatori economici come le imprese, i consumatori o le banche adattino i loro comportamenti a fronte delle nuove condizioni monetarie introdotte. I consumatori potrebbero impiegare del tempo per mutare i loro modelli di spesa in risposta ai cambiamenti delle condizioni economiche, e le imprese a causa di contratti già in essere potrebbero non adeguare immediatamente i loro prezzi di beni e servizi. Inoltre, i contratti salariali e quelli relativi ai prezzi dei beni e servizi, che sono accordi a lungo termine, molto spesso non possono essere modificati subito in risposta alle politiche monetarie. Questo implica che le variazioni nell'offerta di moneta e nei tassi di interesse avranno un loro impatto solamente quando questi contratti saranno rinegoziati, inducendo ad un ulteriore ritardo.

¹¹ Citazione ripresa dal libro "A Program for Monetary Stability", Milton Friedman, 1983.

Infine, alcuni economisti, tra cui lo stesso Friedman sostengono che tali ritardi riflettono una certa “disattenzione” da parte di imprese e consumatori verso l’ambiente macroeconomico generale. Alcune aziende, ad esempio, al fine di non sostenere determinati costi per sviluppare dei piani tariffari per i prezzi che propongono, come costi per analisi di mercato, definizione di strategie di prezzo e via dicendo, potrebbero decidere di non rivedere frequentemente i prezzi dei propri beni o servizi, scegliendo di stabilirli una sola volta o poche volte all’anno, contribuendo a ritardare gli effetti delle politiche monetarie.

Seguendo questo ragionamento, se prendiamo come riferimento il periodo temporale che stiamo analizzando, possiamo notare come la BCE abbia iniziato ad alzare i tassi solo a luglio 2022, intensificando poi notevolmente tale politica nel corso del 2023. Tuttavia, già dopo 4 mesi dall’inizio della stretta monetaria avvenuta inizialmente in maniera moderata, la pressione inflazionistica aveva già cominciato ad attenuarsi, e più della metà dell’incremento complessivo dei tassi di interesse è stato deciso dalla BCE solamente quando il fenomeno inflattivo stava rientrando nella normalità.

Per questo motivo, è probabile che nel 2023 l’impatto più significativo e immediato sull’inflazione nell’area euro sia stato generato da fattori di origine non monetaria, mentre la politica della BCE abbia inciso più sulla moderazione delle aspettative di inflazione e sulla riduzione della domanda aggregata, elementi che andranno ad influenzare l’inflazione di fondo nel lungo periodo.

Gran parte della riduzione dell’inflazione complessiva può infatti essere attribuita a dei fattori che non dipendono dalla politica monetaria della Banca Centrale, come la significativa riduzione dei prezzi energetici.

Dopo la crisi energetica dovuta alle tensioni tra Russia e Ucraina, i prezzi di petrolio e gas hanno iniziato a scendere grazie ad una maggiore stabilizzazione geopolitica e alle misure adottate dai Paesi europei per diversificare le fonti energetiche. Tale riduzione dei prezzi dell’energia ha poi abbattuto inevitabilmente i costi di produzione, portando ad un abbassamento dei prezzi finali dei prodotti.

Altrettanto importante è stato il contributo della normalizzazione delle catene di approvvigionamento globali, le quali erano state gravemente danneggiate a causa della pandemia di COVID-19 e dell’invasione russa.

La stabilizzazione di queste catene ha avuto effetti positivi sui costi di logistica e sulle tempistiche di trasporto, facilitando il ripristino dei flussi commerciali e la riducendo i costi dei beni industriali e alimentari, che hanno anch’essi contribuito al rapido calo dell’inflazione complessiva.

In conclusione, i fattori non monetari hanno avuto un effetto più immediato e visibile sul decremento del tasso di inflazione nel corso del 2023, tuttavia, la politica monetaria fortemente

restrittiva della BCE è stata di fondamentale importanza per mandare un segnale chiaro agli attori economici riguardo alla sua determinazione a contrastare l'inflazione, evitando che le aspettative si radicassero a livelli elevati causando una possibile spirale inflazionistica, e per ridurre la domanda di beni durevoli e investimenti, contribuendo a raffreddare l'economia. Ad ogni modo, il pieno impatto di tale politica si manifesterà soprattutto nel medio-lungo termine, comportando dei possibili rischi per la crescita economica europea.

Capitolo 3

LE PROSPETTIVE FUTURE DELLA POLITICA MONETARIA DELLE BANCHE CENTRALI

3.1. Prudenza nel taglio dei tassi: un confronto tra BCE e FED.

Lo scenario inflattivo in cui si presenta l'area Euro dopo la fine del 2023 riflette l'impatto che la significativa riduzione dei costi energetici, il miglioramento delle catene di approvvigionamento e la politica monetaria estremamente restrittiva hanno avuto sul livello dei prezzi, marcando un importante progresso e confermando un netto rallentamento rispetto ai picchi raggiunti nel 2022. Tuttavia, nonostante la notevole riduzione del tasso di inflazione complessiva (dal 10,6% di ottobre 2022 al 2,8% di gennaio 2024), l'inflazione di fondo, depurata dalle componenti energetiche e alimentari, risulta ancora relativamente elevata rispetto al target del 2% della Banca Centrale Europea, registrando a gennaio 2024 un tasso del 3,3%, superiore di 0,5 punti percentuali rispetto all'inflazione complessiva. Questo divario è dovuto principalmente al forte calo dei prezzi energetici, che ha avuto un impatto importante sull'inflazione complessiva, ma non ha influenzato direttamente l'inflazione di fondo, che rimane sostenuta dai prezzi dei servizi e dagli aumenti salariali.

In questo contesto, la BCE si trova in una posizione estremamente delicata: da un lato ha la necessità di ridurre gradualmente le restrizioni monetarie introdotte per combattere l'inflazione senza precedenti degli anni passati, dall'altro, deve procedere con estrema prudenza nell'allentamento di tali misure, proprio perché l'indice core mostra una resistenza ancora particolarmente elevata al ribasso, e un taglio prematuro dei tassi potrebbe innescare una ripresa dell'inflazione in un momento in cui l'economia non è ancora stabilizzata, vanificando i progressi fatti fino ad ora.

Tale scenario rende difficile l'adozione di misure economiche appropriate senza compromettere la stabilità finanziaria o aggravare il fenomeno inflazionistico.

Analogamente alla Banca Centrale Europea, anche la Federal Reserve si trova ad affrontare un frangente complesso, ma che ha molte analogie con lo scenario europeo. Negli Stati Uniti, l'inflazione complessiva nei primi mesi del 2024 è scesa al 3,2%, evidenziando una notevole

riduzione rispetto al picco di 9,1% raggiunto a giugno 2022, come mostrano i dati emergenti dal Bureau of Labor Statistics (BLS)¹². Allo stesso modo dell'area euro, tuttavia, l'inflazione di fondo è rimasta più alta e persistente, riducendosi solo dal massimo di 6,6% a settembre 2022 al 3,8% a febbraio 2024, indicando una resistenza nelle pressioni inflazionistiche, specialmente nel settore dei servizi, in cui l'inflazione legata agli affitti rappresenta un fattore determinante¹³.

Inoltre la FED, a differenza della BCE, persegue un doppio mandato: stabilità dei prezzi e piena occupazione. Questo doppio obiettivo ha influenzato indubbiamente la posizione della Banca Centrale statunitense nelle strategie da adottare in merito all'allentamento delle misure restrittive, ed è stato un fattore che ha richiesto una maggiore prudenza rispetto alla BCE nelle scelte da adottare.

3.1.1. La strategia della BCE.

La Banca Centrale Europea ha adottato un piano cauto nell'allentamento delle politiche monetarie e nella decisione di tagliare i tassi di interesse di riferimento nel 2024, mantenendo una certa prudenza a causa della persistenza dell'inflazione di fondo.

Nei primi mesi del 2024, la BCE ha deciso di lasciare invariati i tassi di interesse di riferimento ai livelli dell'anno precedente. Nonostante l'inflazione fosse in continua ma lenta diminuzione, le pressioni sui prezzi sono rimaste elevate, in parte anche a causa della forte crescita salariale registrata.

Questa riluttanza al taglio dei tassi e all'annuncio di un sentiero di rientro probabile nella prima metà del 2024 è stata dettata dal fatto che in un periodo storico in cui gli shock da offerta si susseguono, dalla pandemia di COVID-19, all'invasione russa in Ucraina fino ai recenti conflitti in Medio Oriente, fare delle previsioni in relazione all'andamento delle principali variabili economiche diventa estremamente complesso.

¹² Il Bureau of Labor Statistics è la principale agenzia d'indagine del governo statunitense che indaga il campo dell'economia e della statistica del lavoro.

¹³ Dai dati del BLS emerge che nel settore degli affitti statunitense l'inflazione ha raggiunto un tasso del 5,1%, incidendo pesantemente nel calcolo della pressione inflazionistica derivante dal settore dei servizi americani.

In questo scenario, le autorità hanno delle valide motivazioni per seguire un approccio più ponderato nella gestione della politica monetaria, caratterizzato da una filosofia del “meglio prevenire che curare”.

L’adozione di una politica monetaria più restrittiva del necessario è altresì sostenuta dal fatto che i costi che un’economia deve sostenere mantenendo delle restrizioni per un periodo prolungato risultano inferiori rispetto alle conseguenze di una riduzione prematura dei tassi di interesse.

Se la BCE, ed in generale le Banche Centrali, dovessero erroneamente supporre che l’inflazione sia stata domata definitivamente e riducessero i tassi troppo presto, potrebbero ritrovarsi a dover inasprire nuovamente la politica monetaria in modo molto più rapido e deciso, con conseguenze potenzialmente destabilizzanti sia per la stabilità dei mercati finanziari, sia per la credibilità delle banche centrali stesse, la quale verrebbe compromessa.

La strategia della BCE nei primi mesi del 2024, per via delle motivazioni appena elencate, è stata quella di valutare mese per mese se i dati economici e finanziari più recenti fossero idonei a consentire un primo taglio dei tassi.

Nella riunione del 6 giugno 2024, per la prima volta dall’inizio della crisi, la Banca Centrale Europea ha ufficializzato il taglio dei tassi di 25 punti base e ha rilasciato dichiarazioni incoraggianti per ulteriori tagli nei mesi successivi, pur restando sempre vincolate all’andamento dei prezzi.

Nonostante il taglio, infatti, la BCE ha manifestato la volontà di restare cauta poiché l’andamento dell’inflazione di fondo risulta ancora disancorato dall’obiettivo del 2%, registrando a giugno un tasso pari al 2,9%.

Ciò significa che la BCE adotterà un approccio graduale, mantenendo i tassi sufficientemente restrittivi finché necessario e definendo, riunione per riunione, le proprie decisioni in merito alla durata e al livello delle restrizioni, senza vincolarsi ad un particolare e definito percorso.

In questa maniera la BCE, ma anche la FED come poi vedremo, ha segnato una vera e propria transizione da una strategia di comunicazione come la “*forward guidance*”, alla cosiddetta “*data dependence*”, implicando che, a causa dell’incertezza economica globale, le decisioni di politica monetaria come ad esempio i cambiamenti nei tassi di interesse, vengano prese in base ai dati economici più recenti al fine di mantenere una maggiore flessibilità nel contesto economico attuale.

3.1.2. La strategia della FED.

In maniera analoga all'approccio seguito dalla BCE, la strategia della Federal Reserve (FED) di uscita dalle restrizioni monetarie risulta essere molto prudente e graduale. Tuttavia, il processo disinflazionistico, pur seguendo una traiettoria simile, a causa di priorità di politica monetaria differenti, sta generando una situazione di temporanea divergenza tra le due strategie, le quali sono state caratterizzate da una forte sincronizzazione nei 2 anni precedenti al fine di comprimere l'ondata inflazionistica generata dalla riapertura post-pandemica.

A differenza della BCE, la FED ha scelto di non tagliare i tassi di interesse di riferimento almeno nella prima metà del 2024, mantenendo una politica monetaria più restrittiva e duratura.

Si tratta di una decisione presa in primo luogo per via di un'inflazione core che rimane più persistente rispetto all'area Euro a causa delle pressioni sui salari, sui servizi e al peso maggiore degli affitti. Nonostante un calo dell'inflazione complessiva fino ad un livello intorno al 3% nel 2024, il mercato del lavoro è rimasto solido e la crescita dei salari ha contribuito ad esercitare delle pressioni inflazionistiche, rendendo l'inflazione di fondo più difficile da controllare e rallentando il processo di disinflazione statunitense.

Inoltre, a giustificare ancor di più questa discrepanza tra le due strategie vi è il duplice obiettivo perseguito dalla FED, che, come menzionato precedentemente, vede in aggiunta al mandato di stabilità dei prezzi (analogo alla BCE) quello della piena occupazione. In questo contesto, il "sorvegliato speciale" da parte dei membri della Federal Reserve da cui far dipendere le scelte inerenti il taglio dei tassi risulta essere il mercato del lavoro.

Alla fine del 2023 e nei primi mesi del 2024 il mercato del lavoro statunitense, com'è possibile evincere dai dati pubblicati dal BLS, è rimasto molto solido, con tassi di disoccupazione storicamente bassi, intorno al 3,7%. Questi dati hanno spinto la FED a focalizzarsi più sull'obiettivo della stabilità dei prezzi, dato che l'inflazione di fondo ancora relativamente elevata era vista come una minaccia più immediata rispetto alla disoccupazione, la quale restava a dei livelli straordinariamente bassi. Tale focalizzazione è stata ulteriormente sostenuta dalla volontà di evitare il rischio di surriscaldamento del mercato del lavoro: con un tasso di disoccupazione già molto basso, un taglio dei tassi avrebbe potuto stimolare ulteriormente la domanda di lavoro, generando una inevitabile crescita dei salari che avrebbe potuto a sua volta alimentare una spirale prezzi-salari, la quale avrebbe riaperto le pressioni inflazionistiche che la FED stava cercando di contenere.

Rispetto ai primi mesi dell'anno, tuttavia, oggi il mix dei rischi è cambiato.

Il mercato del lavoro si sta indebolendo e il tasso di disoccupazione, seppur sia ancora basso rispetto ai dati storici, registra dei segnali di aumento toccando ad agosto 2024 il 4,3%. D'altro

canto invece il tasso di inflazione misurato tramite il *PCE Price Index*¹⁴ sta gradualmente scendendo verso l'obiettivo del 2%, allontanando il rischio di una ripresa imprevista dell'inflazione. Questo scenario apre la possibilità ad un cambio di rotta da parte della FED, favorendo la possibilità di allentare la stretta monetaria nei prossimi mesi attraverso un primo atteso taglio dei tassi di interesse, che secondo alcune previsioni dovrebbe arrivare nella riunione che si terrà a settembre 2024.

¹⁴ Per PCE Price Index si intende un importante indicatore dell'inflazione statunitense che riflette le variazioni nel costo dei beni e servizi acquistati dalle famiglie. Viene utilizzato dalla FED come indicatore primario per monitorare l'inflazione e per prendere decisioni di politica monetaria.

CONCLUSIONE

Questa tesi si è posta come obiettivo esaminare ed analizzare la pesante pressione inflazionistica che ha colpito l'economia mondiale negli anni che vanno dal 2021 al 2023, con particolare riferimento al contesto europeo e alle strategie seguite dalla Banca Centrale Europea per combattere questa crisi senza precedenti.

L'approccio è stato definire preventivamente il fenomeno da analizzare e capirne le possibili cause in maniera generale, per poi calarsi nello specifico ed analizzare il contesto europeo post Covid-19. Dall'indagine effettuata è emerso che la pesante inflazione iniziata nel 2021 ha avuto due principali cause: la ripresa della domanda aggregata dopo la riapertura dalle chiusure imposte per la pandemia e la situazione geopolitica molto delicata che ha caratterizzato l'ambiente europeo in questi anni, culminata con l'invasione russa in Ucraina, la quale ha causato un'impennata dei prezzi energetici e alimentari, alimentando in maniera diretta l'inflazione complessiva e in maniera indiretta l'inflazione di fondo, portandole a livelli storicamente elevati.

Oltre allo studio delle cause e dell'evoluzione di tale fenomeno, oggetto di questa tesi è stato anche l'approccio seguito dalla Banca Centrale Europea, sia in un primo momento, in cui l'inflazione non destava eccessive preoccupazioni, sia successivamente al picco raggiunto a fine 2022.

La politica monetaria adottata è stata di tipo accomodante nella prima fase ed estremamente restrittiva nella seconda, attraverso l'utilizzo di strumenti non convenzionali e con una manovra dei tassi di interesse di riferimento molto aggressiva senza precedenti.

Ulteriore scopo di questa tesi è stato verificare quanto i risultati raggiunti in termini di calo del tasso di inflazione siano stati realizzati dalla politica monetaria della BCE e quanto invece da fattori non monetari, come il calo dei prezzi dell'energia e degli alimenti, o il miglioramento dell'efficacia delle catene di approvvigionamento. L'analisi proposta vede i fattori di origine non monetaria come principale causa dell'abbassamento dell'inflazione complessiva nel 2023, mentre la politica monetaria restrittiva della BCE si manifesterà in maniera più incisiva nel lungo termine, riducendo l'inflazione di fondo, ma con possibili conseguenze negative per la crescita economica europea. Infine si è fatto un confronto tra le strategie di uscita dalle restrizioni monetarie di BCE e FED, mostrando come quest'ultima abbia utilizzato una maggiore prudenza rispetto alla BCE, la quale ha già effettuato un primo taglio dei tassi in estate, in virtù anche del suo duplice mandato, che le attribuisce priorità differenti.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini, P. (2021). *Economia e Politica della Moneta*. Bologna, Il Mulino.
- Arrigo U., Di Foggia G. (2023). *La discesa dell'inflazione? Non dipende dai tassi BCE*. Lavoce.info.
- Banca d'Italia (2021). *Bollettino economico n.1-2-3-4.*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia (2022). *Bollettino economico n.1-2-3-4.*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia (2023). *Bollettino economico n.1-2-3-4.*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia (2023). *Relazione annuale sul 2023*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia (2022). *Relazione annuale sul 2022*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca d'Italia (2021). *Relazione annuale sul 2021*, Banca d'Italia, Roma.
- Banca Centrale Europea (2021). *Rapporto annuale BCE 2021*
- Banca Centrale Europea (2022). *Rapporto annuale BCE 2022*
- Banca Centrale Europea (2023). *Rapporto annuale BCE 2023*
- Baglioni A. (2024). *Inflazione e disinflazione: la versione della FED*. *Moneta e Inflazione*, Lavoce.info.
- Campanella E. (2024). *USA: la FED per ora non taglia*. Ispi90.
- Di Giorgio G. (2020). *Economia e Politica Monetaria*. Feltrinelli, 2020.
- Dupor B. (2023). *Examining Long and Variable Lags in Monetary Policy*. Publication of Federal Reserve Bank of St.Louis.
- Frick W. (2022). *What Causes Inflation?* Harvard Business Review
- Rony H. (2024). *La prudenza delle banche centrali*. Lavoce.info
- Monacelli T. (2023). *BCE in mezzo al guado*. Lavoce.info
- Monacelli T. (2022). *Le tre inflazioni*. *Moneta e Inflazione*, Lavoce.info.
- Monacelli T. (2021). *Sull'inflazione il rischio è nelle aspettative*. *Moneta e Inflazione*, Lavoce.info
- Monacelli T. (2024). *La BCE e la disinflazione: sarà davvero un pasto gratis?* *Banche e Finanza*, *Moneta e Inflazione*, Lavoce.info.
- Oner C. (2021). *Inflations: Prices on the Rise*. International Monetary Fund.
- Ozge A., Benigno G., Lin L., Noble A. (2022). *The Global Supply Side of Inflationary Pressures*. Federal Reserve Bank of NY.
- Pignatelli S. (2024). *Inflazione in rallentamento, ma sopra le attese*. Eutekne.Info
- Pignatelli S. (2024). *Il rientro dell'inflazione favorisce il calo dei tassi*. Eutekne.Info
- Porta A. (2024). *All'economia europea serve più del taglio dei tassi*. *Moneta e Inflazione*, Lavoce.info.

Valsania M. *Inflazione USA oltre le stime: più lontano il taglio dei tassi. "Il Sole 24 Ore"*. 11
Aprile 2024 – N.100

Blot C., Creel J., Geerolf F. (2023). *The direct and indirect impacts of the war on inflation*.
Monetary Dialogue Papers, Economic Governance and EMU Scrutiny Unit.

SITOGRAFIA

- www.Bancaditalia.it
- www.bls.gov
- www.europarl.europa.eu
- www.ecb.europa.eu
- www.ec.europa.eu
- www.federalreserve.gov
- www.istat.it
- www.lavoce.it
- www.openpolis.it
- www.tradingeconomics.com
- www.stlouisfed.org