



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**INFLAZIONE E POLITICA MONETARIA DELLA BCE:
STRUMENTI E RISPOSTE AGLI SHOCK GEOPOLITICI**

**INFLATION AND ECB’S MONETARY POLICY: TOOLS AND
RESPONSES TO GEOPOLITICAL SHOCKS**

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Leonardo Fanelli

Anno Accademico 2025/2026

“Whatever it takes”

Mario Draghi

INDICE

Introduzione	5
Capitolo 1 L'inflazione nel sistema economico	7
1.1 Definizione e cause principali	7
1.2 La misurazione del livello dei prezzi	9
1.3 Conseguenze macroeconomiche	12
1.3.1 Riflessi sull'attività economica	12
1.3.2 Dinamiche salariali	14
1.3.3 La curva di Phillips e le aspettative	15
Capitolo 2 Il ruolo della BCE	21
2.1 Origini e assetto istituzionale	21
2.2 Sistema operativo	23
2.3 Strumenti di politica monetaria	25
2.4 I problemi dell'Eurozona	29
Capitolo 3 Guerra e shock energetico, quindi inflazione	31
3.1 L'impatto del conflitto russo-ucraino	31
3.1.1 Escalation, conseguenze e tentativi di mediazione	31
3.1.2 La risposta della BCE	33
3.1.3 Gli effetti macroeconomici in Italia	35
3.2 Le crisi in Medio Oriente	37
Conclusioni	39

Bibliografia	41
Sitografia	43

INTRODUZIONE

Il presente lavoro di tesi si propone di analizzare l'attuale scenario di instabilità geopolitica globale, che negli ultimi anni ha agito da acceleratore per le dinamiche inflazionistiche, costringendo la Banca Centrale Europea a intervenire con decisione per preservare la stabilità monetaria.

L'elaborato è strutturato in tre capitoli: nel primo viene trattato il fenomeno dell'inflazione, esaminandone sia le cause sia le conseguenze macroeconomiche; il secondo capitolo si focalizza sul ruolo della BCE e ne analizza strategie, strumenti e manovre sui tassi d'interesse ufficiali di riferimento per contenere il fenomeno illustrato nel capitolo precedente; nel terzo capitolo, infine, si fa riferimento agli shock geopolitici degli ultimi anni, che hanno generato una notevole incertezza sui mercati.

Capitolo 1

L'INFLAZIONE NEL SISTEMA ECONOMICO

1.1 Definizione e cause principali

In economia, con il termine inflazione si indica un incremento del livello medio dei prezzi. Un aumento dell'inflazione si ha quando i prezzi crescono più velocemente, mentre si registra una riduzione quando, pur continuando a salire, lo fanno più lentamente. Se indichiamo con $P(t-1)$ il livello dei prezzi dell'anno scorso e con $P(t)$ il livello dei prezzi attuale, il tasso di inflazione relativo all'ultimo anno può essere espresso nel modo seguente:

$$\pi_t = \frac{P_t - P_{t-1}}{P_{t-1}}$$

di conseguenza, il livello dei prezzi attuale $P(t)$ sarà pari al livello dei prezzi dell'anno scorso adeguato all'inflazione.

L'inflazione provoca una diminuzione del potere d'acquisto, ovvero la quantità di beni e servizi che possono essere acquistati in un dato momento con una determinata unità di moneta. Se i prezzi aumentano, è necessario spendere di più per i medesimi beni. Una leggera ma progressiva riduzione del potere d'acquisto può anche, in un primo momento passare inosservata, ma se non è tenuta sotto controllo può raggiungere livelli pericolosi. È detto iperinflazione l'incremento percentuale del livello dei prezzi superiore al 50% al mese, e va distinta dalla svalutazione, che è la perdita di potere d'acquisto di una moneta in termini di altre monete, anche se i due fenomeni sono spesso collegati.

Nel caso in cui i prezzi dei beni e dei servizi diminuiscono in modo generalizzato e prolungato nel tempo, si parla del fenomeno opposto all'inflazione ovvero la deflazione. Quest'ultima, di solito, avviene a causa del calo della domanda aggregata, di un eccesso dell'offerta oppure per politiche monetarie troppo restrittive volte a ridurre la moneta in circolazione. La deflazione, se non viene contrastata dalle banche centrali con politiche monetarie espansive volte a sostenere la domanda, può generare una spirale in cui i consumatori rimandano gli acquisti perché si aspettano prezzi più bassi in futuro e le imprese tagliano prezzi, salari e posti di lavoro a causa del calo delle vendite, riducendo ulteriormente la domanda.

Secondo Friedman, esponente del monetarismo, l'inflazione è determinata nel lungo periodo dalla crescita eccessiva dell'offerta di moneta rispetto al prodotto reale, dovuta a politiche economiche espansive attuate dalle Banche centrali, quindi è sempre un fenomeno monetario. Invece secondo Keynes, economista britannico, è l'eccesso della domanda aggregata sull'offerta in una situazione di piena occupazione a generare l'inflazione, a prescindere dalla quantità di moneta immessa nel sistema economico. In quel momento, la richiesta di beni e servizi da parte dei consumatori supera la quantità offerta sul mercato ed alcuni acquirenti saranno disposti a pagare di più per lo stesso bene. Secondo il britannico, la domanda può aumentare anche se non aumenta la quantità di moneta in circolazione, per effetto dell'aumento della velocità di circolazione della moneta, cioè del numero di volte che la moneta passa di mano in mano. Un aumento dei prezzi può esser ricondotto a uno shock dell'offerta, una riduzione improvvisa della quantità prodotta per una pressione al rialzo dei costi di produzione, anche se la quantità di beni e servizi che desiderano acquistare le persone non cambia, come abbiamo visto

in occasione della pandemia Covid-19 e della guerra russo-ucraina, e in questo caso si parla di inflazione da offerta.

L'inflazione resta un fenomeno che i governi e le banche centrali cercano di controllare e contrastare continuamente, in quanto ha effetti negativi sia sulla produzione e l'occupazione, sia sulla distribuzione del reddito nella società.

1.2 La misurazione del livello dei prezzi

Se vogliamo calcolare l'aumento dei prezzi di un qualsiasi aggregato, si deve far ricorso agli indici dei prezzi. Si può fare utilizzando quello di Laspeyres, dal nome dell'economista tedesco che lo ha sviluppato, che è un indice a base fissa poiché il paniere di riferimento è quello dell'anno iniziale e rimane costante quando i prezzi aumentano, senza considerare il fatto che gli individui tendono a sostituire i beni relativamente più costosi con quelli più economici. Un paniere è un insieme di beni e servizi in cui ogni elemento è ponderato per quantità e frequenza di acquisto, oltre al settore cui l'indice fa riferimento. Inoltre, gli indici a base fissa presentano un altro problema: non considerano cambiamenti qualitativi dei prodotti che compongono il paniere, ad esempio un telefono del 2026 non è comparabile con uno di 10 anni fa. Per aggirare queste difficoltà di calcolo ponderato, si è diffusa la modalità in cui si aggiorna il paniere periodicamente, detta di tipo Paasche. Un indicatore di questo tipo è il deflatore del PIL, pari al rapporto tra il PIL nominale di un dato anno t e il PIL reale dello stesso anno (quantità dell'anno t per i prezzi dell'anno $t-1$). Esso include solo beni prodotti all'interno del Paese e consente di misurare la variazione dei prezzi tra l'anno corrente e l'anno base, permettendo di capire se la crescita del PIL è dovuta all'aumento dei prezzi piuttosto che a un reale incremento della produzione. Se invece si calcola il

rapporto tra PIL dell'anno t ai prezzi dell'anno precedente e PIL dell'anno precedente ai prezzi correnti, moltiplicato per 100, si ottiene un indice di quantità, di tipo Laspeyres, che indica la variazione del PIL reale. Infine, se è necessario fare un indice che comprende valori relativi a più periodi, si utilizza l'indice dei prezzi concatenato:

$$I_{t/0} = \left(\frac{I_{1/0}}{100} \times \frac{I_{2/1}}{100} \times \dots \times \frac{I_{t/t-1}}{100} \right) \times 100$$

L'inflazione in Italia viene misurata mensilmente dall'Istat (Istituto Nazionale di Statistica) attraverso la costruzione di un indice dei prezzi al consumo (IPC), uno strumento statistico che misura le variazioni nel tempo di un paniere rappresentativo degli effettivi consumi delle famiglie in uno specifico anno. Dal 1999, il paniere viene aggiornato ogni anno, a livello di prezzo e peso dei prodotti. Come evidenziato dal sito Istat, l'istituto crea tre diversi indici dei prezzi al consumo: per l'intera collettività nazionale (NIC), per le famiglie di operai e impiegati (FOI) e l'indice armonizzato europeo (IPCA). L'esigenza di formare tre diversi indici dei prezzi deriva dal fatto che l'inflazione non colpisce tutti nello stesso modo, poiché il suo impatto varia in base alle abitudini di consumo dei singoli individui. Per questa ragione, gli istituti di statistica predispongono anche panieri differenziati, calibrati sulle diverse categorie di persone. Il NIC misura l'inflazione a livello dell'intero sistema economico e considera l'intera popolazione residente sul territorio nazionale come una collettività di consumatori, all'interno della quale le abitudini di spesa sono differenziate. Proprio per questo, viene utilizzato dagli organi di governo come parametro di riferimento per attuare le politiche economiche. Il FOI misura i consumi delle famiglie in cui la persona che contribuisce maggiormente al reddito familiare è un lavoratore

dipendente, nello specifico operaio o impiegato. È l'indice utilizzato per aggiornare periodicamente gli importi monetari previsti dalla legge o da contratti, ad esempio i canoni di locazione o gli assegni di mantenimento. L'IPCA è la media ponderata degli indici dei prezzi al consumo degli Stati membri della UE che hanno adottato l'euro, è stato introdotto per garantire un confronto omogeneo dell'inflazione a livello europeo. Infatti, viene utilizzato come indicatore per valutare la convergenza economica dei paesi membri dell'Unione Europea, requisito fondamentale per entrare e restare nell'Unione monetaria. Dal punto di vista metodologico, tutti e tre gli indici si basano sulla stessa rilevazione dei prezzi e su criteri di calcolo condivisi a livello internazionale. NIC e FOI si basano sullo stesso paniere di beni e servizi, ma attribuiscono pesi diversi alle varie voci in base all'importanza che queste assumono nei consumi delle rispettive popolazioni di riferimento. L'IPCA e il NIC si rivolgono alla stessa popolazione di riferimento, ma la prima si distingue dagli altri due indici per via di un accordo europeo che esclude dal calcolo del paniere i giochi d'azzardo e i concorsi pronostici. NIC e FOI considerano il prezzo pieno di vendita, mentre l'IPCA tiene conto del prezzo effettivamente pagato dal consumatore, includendo eventuali sconti e promozioni temporanee. Inoltre, esistono indici dei prezzi al consumo costruiti escludendo dal paniere alcuni beni e servizi caratterizzati da forti oscillazioni nel breve periodo come prodotti alimentari freschi, sui cui prezzi influisce la volatilità stagionale, e dei prodotti energetici come gas, luce e carburanti, la cui inflazione solitamente deriva da shock dell'offerta. L'inflazione calcolata al netto di questi prodotti prende il nome di inflazione di fondo (*core inflation*) e può fornire agli economisti informazioni importanti per distinguere aumenti o diminuzioni persistenti dei prezzi rispetto a quelle temporanee legate a fattori

contingenti. Un altro indicatore fondamentale per analizzare l'andamento del costo della vita, sempre redatto dall'Istat oltre ai vari indici dei prezzi al consumo, è l'indice dei prezzi alla produzione industriale (PPI). Il PPI si riferisce ai settori dell'estrazione di minerali, delle attività manifatturiere e della produzione e distribuzione di energia elettrica, acqua e gas. Tale indice traccia i costi alla fonte: un suo aumento segnala un incremento dei costi sostenuti dai produttori, il che potrebbe tradursi in futuri rincari per i consumatori, per questo è considerato un indice anticipatore.

Nel complesso, questi strumenti sono fondamentali per analizzare l'andamento del costo della vita e orientare le decisioni di politica monetaria. In particolare, la Banca Centrale Europea (BCE) utilizza l'IPCA come parametro di riferimento per perseguire il proprio obiettivo primario di stabilità dei prezzi, tema che verrà approfondito nel capitolo successivo.

1.3 Conseguenze macroeconomiche

1.3.1 Riflessi sull'attività economica

L'inflazione incide in modo significativo sull'attività economica reale, è un fattore che influenza produzione, investimenti, salari e tasso di occupazione. Per questo motivo, è di fondamentale importanza tenere un'inflazione stabile che può accompagnare una fase di crescita economica, evitare il fenomeno della deflazione e consentire l'aggiustamento dei salari. Un'inflazione elevata genera incertezza e instabilità economica, poiché produce effetti negativi sugli investimenti a lungo termine delle imprese che non riescono a stimare gli effettivi rendimenti futuri. Inoltre, un tasso di inflazione elevato è sempre seguito da un aumento dei tassi di interesse da parte della Bce per gestire tale situazione e, di conseguenza, per le imprese sarebbe più oneroso accedere al credito, ciò non favorisce la crescita economica. Quest'ultimo

argomento sulle politiche monetarie della Banca centrale europea verrà approfondito nel secondo capitolo della tesi.

Per quanto riguarda il risparmio, l'inflazione riduce il potere d'acquisto quindi le famiglie subiscono una perdita di valore reale dei propri risparmi. Ciò può determinare una riduzione dell'incentivo a risparmiare e una maggiore propensione al consumo immediato, con effetti potenzialmente negativi sulla formazione del risparmio delle famiglie. Inoltre, l'inflazione genera effetti redistributivi, trasferendo ricchezza generalmente dai creditori ai debitori. Infatti, se l'inflazione è uno svantaggio per chi si deve indebitare, allo stesso tempo è un vantaggio per chi veste già la posizione di debitore perché non si riduce solo il valore reale dei guadagni o dei risparmi, ma anche quello dei debiti. Soprattutto è vantaggioso per chi è indebitato a tasso fisso e quindi paga ogni mese una rata dello stesso importo, che vedrà ridursi il valore reale dei soldi che deve restituire. In caso di mutui a tasso variabile, invece, l'inflazione ha effetti molto più limitati e potrebbe averne di negativi poiché, con l'aumento dei tassi di interesse che accompagna tipicamente i periodi di inflazione, aumenta anche l'importo della rata da pagare e il valore del debito non cambia. A tal punto si affianca il ruolo centrale dei tassi di interesse, attraverso i quali l'inflazione incide sulle decisioni di risparmio e investimento. In presenza di inflazione inattesa, i risparmiatori possono subire una perdita di valore reale delle proprie attività finanziarie. Questo legame è formalizzato nella legge di Fisher, secondo cui il tasso di interesse nominale può essere approssimativamente espresso come la somma del tasso di interesse reale e del tasso di inflazione atteso. Se in campo economico questa equazione è usata per anticipare i comportamenti dei tassi nominali e dei tassi reali, in campo finanziario è usata per calcolare lo *Yield to Maturity*, ovvero il rendimento alla scadenza di un titolo. Indicando

con r_r il tasso d'interesse reale, con r_n il tasso d'interesse nominale e con π il tasso di inflazione attesa si ha la seguente relazione esatta:

$$r_n = r_r + \pi$$

Il tasso di interesse nominale si adegua per riflettere le aspettative di inflazione, garantendo che il tasso di interesse reale rimanga stabile. In sintesi: se l'inflazione attesa sale, il tasso di interesse nominale deve aumentare per mantenere inalterato il tasso reale.

La BCE utilizza la *forward guidance*, che verrà analizzata successivamente, come strumento di comunicazione strategica per orientare le aspettative dei mercati finanziari sui futuri tassi di interesse, influenzando investimenti e consumi.

1.3.2 Dinamiche salariali

Sia nel caso di concorrenza perfetta che imperfetta, le imprese devono cercare un prezzo di equilibrio che permetta loro di sopravvivere, pari al costo medio variabile (CMV) più un margine di profitto lordo volto a coprire i costi fissi e assicurare la remunerazione del capitale investito. Tale margine è denominato *mark up* (z) ed è maggiore nelle imprese con un elevato potere di mercato. Il CMV è composto anche dal costo del lavoro per unità di prodotto, ovvero dal rapporto tra i salari nominali e la produttività media del lavoro. Quest'ultima esprime a sua volta il rapporto fra il prodotto totale ottenuto e la quantità del fattore produttivo impiegato, in questo caso la forza lavoro. Dopo aver spiegato la relazione tra salari e prezzi, è evidente che un

eventuale aumento dei salari nominali andrà ad aumentare i prezzi imposti dalle imprese a causa di maggiori costi sostenuti, provocando così inflazione.

La retribuzione del lavoro è frutto di una contrattazione collettiva tra datori di lavoro e lavoratori, solitamente rappresentati dai sindacati. La trattativa può avvenire a livello di una singola azienda o di un intero settore e coinvolge i lavoratori che hanno già un contratto aziendale da rinnovare, detti *insider*. Gli *outsider* influiscono indirettamente attraverso gli effetti sul potere contrattuale dei lavoratori. La contrattazione è decisiva per stabilire i salari e, indirettamente, anche i prezzi delle imprese. La forza contrattuale dei lavoratori aumenta quando la domanda di lavoro è maggiore all'offerta; in questo caso è possibile richiedere un salario maggiore. Secondo Milton Friedman, se si verifica uno squilibrio tra domanda e offerta di lavoro, si avrà una reazione non del salario nominale, ma del salario reale. Quest'ultimo rappresenta l'effettivo potere d'acquisto del salario nominale, ovvero la quantità di beni e servizi acquistabili. In altre parole, se gli aumenti di salario nominale sono seguiti da inflazione, i lavoratori non avranno alcun beneficio reale a meno che non soffrano di illusione monetaria; quindi, per convincere la forza lavoro a scendere al di sotto del tasso di disoccupazione frizionale, dovuta al tempo necessario per far incontrare domanda e offerta, le imprese dovranno offrire un aumento dei salari in termini di potere d'acquisto.

1.3.3 La curva di Phillips e le aspettative

Il tasso di disoccupazione è il rapporto percentuale tra le persone con più di 15 anni in cerca di lavoro e la forza lavoro complessiva, cioè la somma tra occupati e disoccupati. La relazione inversa tra tale tasso e quello di inflazione è rappresentata dalla curva di Phillips, dal nome dell'economista inglese che effettuò uno studio nel 1958 sul comportamento dei salari nel

Regno Unito. Infatti, solamente più tardi, è stato constatato che i salari aumentavano tanto più rapidamente quanto minore era il tasso di disoccupazione e ciò provocava un'alta inflazione. Phillips spiegò che con pochi disoccupati le imprese competono tra loro per attrarre lavoratori e sono quindi spinte ad offrire retribuzioni più alte. Se invece la disoccupazione è alta, l'abbondanza di forza lavoro riduce il potere contrattuale dei lavoratori e frena l'aumento dei salari. Questo porta la curva di Phillips ad essere inclinata negativamente. Quando la variazione dei salari è nulla, il tasso di disoccupazione è pari a quello naturale, cioè quel livello compatibile con un'inflazione stabile. Inoltre, al tasso naturale di disoccupazione corrisponde il livello di produzione naturale, mentre l'inflazione effettiva corrisponde a quella attesa. Tuttavia, nel breve periodo, una riduzione del tasso di disoccupazione al di sotto del suo livello naturale può innescare una spirale prezzi-salari, che è un fenomeno economico in cui l'aumento dei prezzi spinge i lavoratori a chiedere stipendi più alti, provocando un aumento dei costi di produzione per le aziende, che a loro volta scaricano sui prezzi per mantenere i profitti, creando un circolo vizioso. Questo deriva dal conflitto distributivo tra le richieste salariali dei lavoratori e la difesa dei margini di profitto da parte delle imprese. Un esempio storico significativo è rappresentato dall'adozione della "scala mobile" in Italia negli anni '70, che indicizzava automaticamente i salari ai prezzi con lo scopo di proteggere il potere d'acquisto dei lavoratori, ma provocò un'elevata inflazione fino alla sua progressiva riduzione a partire dal 1984 e alla definitiva abolizione nel 1992. Il cambiamento ha aperto la strada a una compressione salariale, con le retribuzioni che hanno faticato a tenere il passo con l'inflazione e a un nuovo modello di contrattazione nazionale.

Un ruolo molto importante nel processo inflazionistico è svolto dalle aspettative: il livello dei prezzi dipende anche da ciò che imprese e lavoratori si aspettano riguardo l'andamento futuro degli stessi prezzi. Per comprendere meglio questo aspetto va analizzata la funzione dinamica del livello dei prezzi che varia nel tempo in base alle aspettative inflazionistiche e al tasso di disoccupazione:

$$P = P^e \frac{g(1+z)}{au}$$

dove (g) rappresenta il salario di riserva, ovvero un livello retributivo minimo sotto il quale i lavoratori saranno indotti a rinunciare al posto di lavoro presso le imprese; (1+z) costituisce il *mark up*, margine di profitto che si aggiunge ai costi di produzione del prodotto per determinarne il prezzo di vendita; (a) è la produttività del lavoro; (u) sta per tasso di disoccupazione ed infine P^e è il prezzo atteso dei lavoratori. Sulla formazione di quest'ultimo si possono fare varie ipotesi e quindi diversi tipi di aspettative: date, adattive, razionali.

Secondo l'ipotesi di aspettative date, i lavoratori ritengono che esista un livello normale dei prezzi e considerano eventuali aumenti del livello come temporanei; pertanto, non determina alcuna richiesta di aumento salariale e d'altro canto accetterebbero una riduzione del salario reale.

Nel caso di aspettative adattive statiche, i prezzi rimangono ancorati al nuovo livello dopo l'aumento, quindi non in modo temporaneo come per le aspettative date e questo si tradurrebbe, in occasione del rinnovo di contratto, in una richiesta di adeguamento salariale, che potrebbe essere automatica come nel caso della "scala mobile". Come è stato precedentemente illustrato, questo porta le imprese a scaricare l'aumento

dei salari, concesso ai lavoratori, sui prezzi, e ciò potrebbe scatenare una spirale salari-prezzi.

Con aspettative adattive accelerative si prevede anche l'inflazione, quindi i prezzi attesi corrispondono ai prezzi dell'anno precedente adeguati all'inflazione e proprio per questo si possono definire accelerative. Questo modello viene associato alla curva di Phillips aumentata in cui l'inflazione attesa cresce più rapidamente rispetto a quella reale. Nella curva di Phillips possiamo vedere che nel lungo periodo è verticale e non c'è alcun trade-off tra inflazione e disoccupazione. Il tasso di disoccupazione tenderà ad avvicinarsi al livello NAIRU (tasso naturale di disoccupazione), ovvero il livello minimo di disoccupazione raggiungibile senza causare un aumento dei prezzi. Se la disoccupazione scende sotto il NAIRU, le imprese alzano i salari per competere, generando inflazione. Se è sopra, l'economia dispone di forza lavoro inutilizzata e l'inflazione tende a scendere. In entrambe le aspettative adattive gli operatori si basano soltanto sull'andamento passato delle variabili da prevedere, per questo sono definite *backward looking*.

Queste teorie andarono in crisi nel 1970 quando scoppiò la crisi economica dovuta allo shock petrolifero, poiché i paesi dell'OPEC decisero di aumentare i prezzi del petrolio. In questa fase ci fu l'incremento dei costi di produzione in tutti i processi utilizzatori del petrolio e quello dei prezzi al consumo legati al petrolio stesso, che hanno provocato una caduta della domanda aggregata, con effetti negativi sulla crescita economica, oltre ad innescare un innalzamento persistente del livello generale dei prezzi. Questi due fenomeni in contemporanea sono ciò che viene definito stagflazione. Le teorie basate sulla curva di Phillips non erano quindi in grado di giustificare la realtà e divennero oggetto di attacchi da parte di un gruppo di economisti di ispirazione liberista, capeggiato da Milton Friedman, secondo i quali

l'evidente fallimento delle politiche basate sulla curva richiedesse il ritorno a politiche economiche non interventiste, ma di libero mercato. Di conseguenza, l'idea che sussistesse una relazione semplice, prevedibile e persistente tra inflazione e disoccupazione fu abbandonata da gran parte dei macroeconomisti.

Successivamente, con la cosiddetta “critica di Lucas” formulata da Robert Lucas Jr., si affermò la teoria delle aspettative razionali che parte dal presupposto che gli individui, in quanto operatori razionali, formulino le loro previsioni utilizzando in modo efficiente tutte le informazioni disponibili sul sistema economico. Inoltre, le politiche economiche non producono effetti sulle variabili reali, mentre possono incidere in modo efficace sul tasso d'inflazione. Da questo aspetto emerge l'importanza della credibilità delle banche centrali: solo se gli operatori economici ritengono credibili gli obiettivi di stabilità dei prezzi, le aspettative di inflazione possono rimanere stabili, evitando l'innescare di nuove spirali inflazionistiche.

Capitolo 2

IL RUOLO DELLA BCE

2.1 Origini e assetto istituzionale

Dopo aver analizzato il fenomeno inflazionistico, che rappresenta uno dei principali squilibri macroeconomici, è essenziale capire a chi ne compete la gestione. Nel contesto europeo tale compito spetta alla Banca Centrale Europea (BCE), istituita soltanto il 1° giugno 1998 dopo un insieme di riforme del sistema monetario internazionale ed europeo a partire dal secondo dopoguerra. Infatti, con gli Accordi di Bretton Woods (1944) fu definito il nuovo ordine monetario internazionale che entrò in vigore nel 1946. Si tratta del Gold Exchange Standard, un regime di cambi fissi nei confronti del dollaro statunitense, che assunse lo status di valuta di riferimento internazionale; le banche centrali dei paesi aderenti potevano convertire indirettamente la loro moneta in oro, in quanto solamente il dollaro godeva della convertibilità aurea (35 \$ per oncia). Questo modello venne abbandonato nel 1971, quando il presidente degli Stati Uniti, Richard Nixon, decise di abbandonare il Gold Exchange Standard poiché il Paese stava faticando a mantenere la convertibilità del dollaro in oro al tasso fisso previsto negli Accordi di Bretton Woods. Nel 1973 fu sostituito da un regime di cambi flessibili, in cui il valore delle valute è stabilito dall'incontro tra domanda e offerta sul mercato valutario.

Successivamente, già nel 1972, i Paesi europei tentarono di contenere l'eccessiva volatilità dei tassi di cambio flessibili attraverso forme di cooperazione monetaria regionale, come quella del "serpente nel tunnel del dollaro", che prevedeva margini ristretti di oscillazione delle valute europee

rispetto al dollaro. La sua efficacia fu limitata dalle difficoltà macroeconomiche degli anni Settanta e durò solamente cinque anni. Nel 1979 venne istituito il Sistema Monetario Europeo (SME), un meccanismo più strutturato di stabilizzazione dei cambi con bande di oscillazione prefissate tra le valute partecipanti rispetto all'ECU (*European Currency Unit*), un'unità di conto basata su un paniere di valute dei Paesi membri, sostituita il 1° gennaio 1999 dall'euro. Lo SME aveva il compito di condurre alla stabilità monetaria tramite l'adozione di politiche comuni nei confronti di altri Paesi e fallì nel 1992, quando divenne impossibile per alcuni Paesi in difficoltà mantenere cambi stabili con il marco tedesco, a seguito delle politiche monetarie restrittive della Bundesbank.

Già prima della crisi del Sistema Monetario Europeo, gli Stati membri della Comunità Economica Europea (CEE) avevano avviato un processo volto alla realizzazione dell'Unione Economica e Monetaria (UEM). In occasione del Consiglio europeo di Hannover del 1988, fu infatti deciso di istituire un comitato presieduto da Jacques Delors, presidente della Commissione europea, con il compito di elaborare un progetto concreto per il raggiungimento dell'Unione Monetaria. Nel 1989 il cosiddetto Rapporto Delors delineò un percorso articolato in tre fasi progressive, volte al coordinamento delle politiche economiche, alla creazione di un sistema europeo di banche centrali e, infine, all'introduzione di una moneta unica. Il 1° gennaio 1994 venne creato l'Istituto Monetario Europeo (IME), che precedette la BCE, istituita solamente il 1° giugno 1998. La terza e ultima fase dell'UEM ebbe inizio nel 1999, con l'affidamento della politica monetaria comune all'Eurosistema, composto da sei membri del comitato esecutivo della BCE e dai governatori delle banche centrali nazionali della zona euro, oltre alla fissazione irrevocabile dei tassi di conversione delle valute

nazionali nei confronti dell'euro, nuova moneta europea. I Paesi, per aderire a questa area, hanno dovuto soddisfare determinati criteri di convergenza, ad esempio il rapporto tra debito pubblico lordo e PIL non doveva superare il 60%.

La Banca Centrale Europea è al centro del Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC) e dell'Eurosistema. Mentre l'Eurosistema è la rete costituita dalle BCN degli Stati membri dell'Unione europea che hanno adottato l'euro come moneta unica, il SEBC comprende anche le BCN dei paesi che non l'hanno fatto. L'Italia è rappresentata dalla Banca D'Italia. Lo Statuto del SEBC è definito nel Protocollo n. 4 allegato ai Trattati UE, in cui vengono chiariti gli obiettivi, le funzioni e la sua organizzazione.

Nel Trattato sul funzionamento dell'Unione europea TFUE è definita la base giuridica della politica monetaria unica, al capo 2, articoli 127-144. Agli articoli 282-284 si stabilisce che la Banca Centrale Europea è dotata di personalità giuridica propria e dispone del diritto esclusivo di autorizzare l'emissione di banconote in euro; inoltre viene disciplinato il suo Consiglio direttivo.

2.2 Sistema operativo

L'Eurosistema è responsabile della politica monetaria unica dell'area euro. Come stabilito nell'articolo 127 del TFUE, l'obiettivo principale della politica monetaria è il mantenimento della stabilità dei prezzi. In via subordinata, la BCE sostiene le politiche economiche degli Stati membri al fine di ottenere un elevato livello di occupazione, una crescita economica sostenibile e la stabilità finanziaria dell'eurozona. Nel 2021 è stato quantificato l'obiettivo primario di stabilità dei prezzi come inflazione al 2% nel medio termine. Come indicatore si considera il tasso di variazione annuale dell'indice

armonizzato dei prezzi al consumo (IPCA) e si fa riferimento al medio termine, perché così si tiene conto del ritardo nel meccanismo di trasmissione della politica monetaria e si evita la volatilità di breve periodo. La scelta di un solo obiettivo primario è la conseguenza di due fattori istituzionali. In primo luogo, l'UEM è stata realizzata in assenza di un governo federale rappresentativo della volontà popolare, capace di attuare una politica fiscale sovranazionale. Inoltre, tale impostazione risente significativamente dell'eredità della Bundesbank, la Banca Centrale tedesca, che ha considerato di fondamentale importanza, fin dal secondo dopoguerra, il controllo dell'inflazione.

Tale impostazione differenzia i due più importanti sistemi di banche centrali: il SEBC e la FED (*Federal Reserve System*), Banca Centrale degli Stati Uniti. La FED gode di un'elevata autonomia operativa, poiché può scegliere tra i suoi obiettivi senza vincoli gerarchici. Con il *Federal Reserve Act* del 1913 sono stati fissati tra gli obiettivi il massimo livello di occupazione, la stabilità dei prezzi e il controllo dei tassi di interesse per i finanziamenti a lungo termine. Successivamente, nel 1978, è stato emanato l'Humphrey-Hawkins Act, con cui sono stati ulteriormente ampliati tali obiettivi, includendo il tasso di crescita economica, la stabilità del tasso di cambio e la stabilità del sistema finanziario.

La BCE, prima di assumere decisioni di politica monetaria che incidono sulla sua reputazione, conduce un monitoraggio seguendo due pilastri: analisi economica e analisi monetaria. La prima tiene conto delle variabili reali, dell'interazione tra domanda e offerta nel mercato dei beni, dei servizi e dei fattori di produzione; la seconda analizza il legame di lungo periodo tra moneta e prezzi e individua squilibri o bolle nei mercati finanziari. Le decisioni sono adottate dal Consiglio direttivo della BCE e riguardano la

variazione del livello dei tassi di interesse di riferimento: il tasso di rifinanziamento principale, il tasso di rifinanziamento marginale e il tasso sui depositi overnight presso la Banca Centrale.

Il *modus operandi* della politica monetaria è da sempre al centro di un dibattito, poiché incide sul patrimonio reputazionale della Banca Centrale. Quest'ultima si trova davanti alla scelta tra regole e discrezionalità. Dato che gestisce molte informazioni eterogenee in una comunità non completamente integrata, la soluzione più appropriata sembra un adattamento flessibile tra le due: la BCE segue un chiaro obiettivo, ma lascia ampia discrezionalità che le consente di intervenire con misure straordinarie a shock economici imprevisti.

2.3 Strumenti di politica monetaria

Dopo aver definito l'obiettivo primario dell'Eurosistema e la strategia attraverso cui orienta le proprie decisioni, è necessario analizzare nel dettaglio gli strumenti di politica monetaria di cui dispone. All'atto di fondazione dell'Eurosistema, sono stati introdotti degli strumenti etichettati come convenzionali; più tardi, con l'avvento delle varie crisi che hanno colpito l'Unione europea, sono stati introdotti strumenti non convenzionali per rispondere ai grandi cambiamenti nell'economia comunitaria.

Gli strumenti convenzionali sono utili per stabilizzare il fabbisogno di liquidità bancaria e orientare i tassi a breve termine, i quali costituiscono l'obiettivo operativo della politica monetaria. Essi sono: le operazioni di mercato aperto (OMA), le operazioni su iniziativa delle controparti e il regime di riserva obbligatoria (ROB).

Le OMA vengono svolte su iniziativa della BCE e sono costituite principalmente dalle operazioni di rifinanziamento principale (RP), con cui le

banche si aggiudicano liquidità tramite aste e contratti temporanei pronti contro termine, in cambio di titoli ceduti a garanzia (*collateral*). La liquidità ricevuta dalle banche è pari al valore dei titoli in garanzia decurtato di un “*haircut*” che cresce all’aumentare della loro rischiosità. Le operazioni RP avvengono con frequenza regolare, solitamente settimanale, e sono regolate con aste standard nelle quali la BCE fissa un limite di quantità da erogare e il tasso minimo, cioè il tasso di rifinanziamento principale, mediante cui trasmette segnali di politica monetaria. Esistono anche operazioni di rifinanziamento a più lungo termine (RLT), con cadenza mensile e contratti pronti contro termine trimestrali, che consentono di offrire condizioni di finanziamento più stabili al sistema bancario. In questo caso la liquidità viene aggiudicata tramite aste in cui la BCE fissa la quantità offerta, mentre i tassi sono proposti dalle banche basandosi sulle aspettative sui tassi interbancari a tre mesi. Anche le operazioni di fine tuning (FT) e di tipo strutturale (OS) fanno parte della OMA, ma sono operazioni di mercato aperto non regolari che consentono di assorbire o immettere liquidità in presenza di esigenze impreviste. Le FT sono utilizzate per gestire temporanei squilibri di liquidità nel mercato monetario e stabilizzare i tassi di interesse nel breve periodo; le OS sono strumenti che permettono di adeguare la posizione strutturale dell’Eurosistema nel sistema finanziario e possono essere definitive.

Le operazioni su iniziativa delle controparti (*standing facilities*) sono chiamate così perché sono sempre a disposizione delle banche, che possono richiedere o depositare liquidità presso le BCN di riferimento, per equilibrare la propria posizione, a scadenza *overnight*. Le *standing facilities* dono due: le operazioni di rifinanziamento marginale (*FM_g marginal lending facility*), che consentono alle banche in difetto di ottenere liquidità, e le operazioni di deposito (*deposit facility*), ovvero opportunità per le banche in eccesso

rispetto al fabbisogno obbligatorio, di depositare presso la BCN ed ottenere una remunerazione. La BCE stabilisce i rispettivi tassi di interesse, creando un corridoio di tassi ufficiali overnight: il tetto è rappresentato dal tasso FM_g e il pavimento dal tasso Df . La funzione principale del corridoio è stabilizzare il tasso di interesse overnight nel mercato interbancario, poiché se tale tasso supera il limite superiore, le banche possono rivolgersi alla *marginal lending facility*; se invece tende a scendere sotto il pavimento, risulta più conveniente depositare la liquidità presso la BCN.

Il terzo ed ultimo strumento convenzionale è la riserva obbligatoria. La BCE obbliga gli istituti creditizi a detenere riserve obbligatorie presso di essa e la BCN, con l'obiettivo di stabilizzare i tassi di interesse a breve termine sul mercato e gestire la liquidità bancaria. L'importo della ROB si ottiene applicando un coefficiente, attualmente pari all'1%, a un aggregato di passività del bilancio composto soprattutto da depositi dei clienti e titoli di debito in circolazione con scadenza fino a due anni. Le banche devono tenere la riserva presso la BCN di riferimento, e l'adempimento dell'obbligo viene verificato sulla base della media dei saldi giornalieri sui conti di riserva nel periodo di mantenimento, generalmente di 6 o 7 settimane.

Gli strumenti non convenzionali sono stati introdotti a partire dalla crisi finanziaria del 2008, quando vennero evidenziati i limiti della politica monetaria programmata negli anni Novanta, in un contesto molto più stabile. Tali strumenti hanno l'obiettivo di preservare il mandato istituzionale e il corretto funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria in situazioni straordinarie, quando le misure standard non sono sufficienti a risollevare l'economia, soprattutto in presenza di tassi prossimi allo zero. Tra le innovazioni più importanti si può trovare: *forward guidance* (FG), *targeted longer-term refinancing operations* (TLTRO), *negative interest*

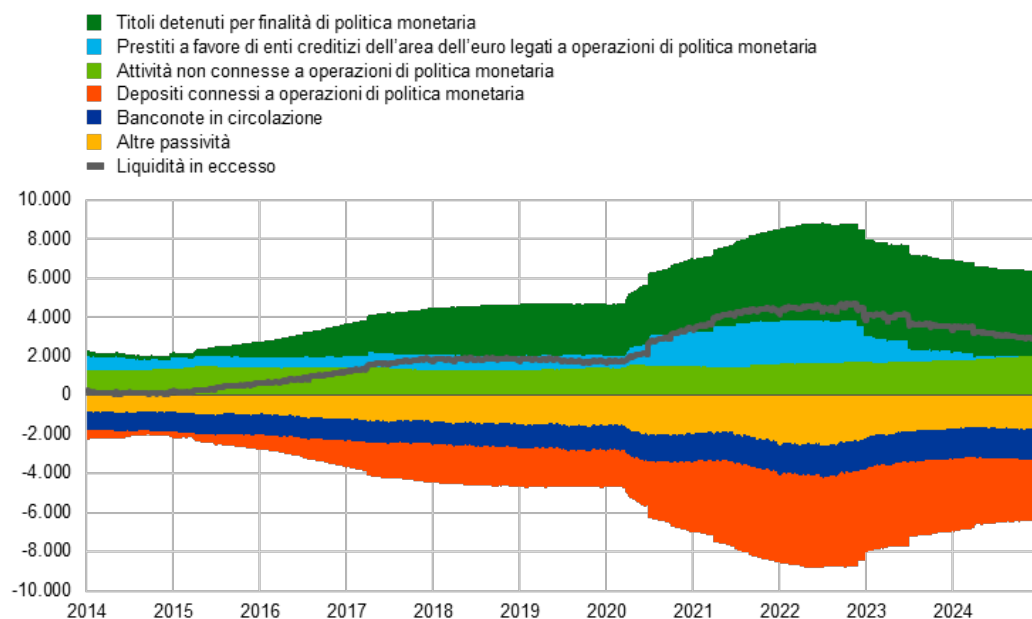
rate policy (NIRP), *quantitative easing* (QE). La FG è una tecnica comunicativa della BCE, introdotta a partire dal luglio 2013, con lo scopo di orientare e stabilizzare le aspettative dei mercati mediante indicazioni prospettiche sul futuro della politica dei tassi d'interesse. Queste ultime devono essere sempre in linea con la valutazione del Consiglio direttivo della BCE riguardo la situazione economica corrente e futura, in particolar modo dell'inflazione, per conservare credibilità e la fiducia degli operatori, essenziali per la stabilità del sistema finanziario. La *forward guidance* può essere attuata adottando diversi approcci, in base all'impegno che il Consiglio direttivo intende assumere: tendenze (indicazioni generali sull'orientamento della politica monetaria); tempi (dichiarazione di mantenere una strategia per un determinato periodo); quantità (indicazione precisa dei livelli di tassi ufficiali e dell'ammontare della liquidità); risultati (comunicazione dei cambiamenti di strategia fino al raggiungimento di un obiettivo). Le TLTRO, introdotte per la prima volta nel 2014, sono operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine. Esse hanno il compito di offrire finanziamenti a condizioni favorevoli rispetto al mercato, con scadenze estese fino a quattro anni, al fine di stimolare l'erogazione del credito bancario a imprese e famiglie, in un'economia con bassa inflazione e interessi negativi. La novità è proprio l'adozione di tassi di interesse negativi (NIRP), dato che prima non erano mai scesi sotto lo zero, con cui la BCE ha spinto gli istituti di credito ad ottenere rendimenti attraverso la concessione di prestiti, anziché parcheggiare liquidità presso le BCN. Infine, il *quantitative easing* è una strategia che consiste nell'acquisto di attività finanziarie per immettere liquidità e sostenere l'inflazione. Tra le operazioni di QE nell'area euro troviamo l'*asset purchase programme* (APP), avviato alla fine del 2014 e terminato a metà 2023 per contrastare il rischio di deflazione e il *pandemic emergency*

purchase programme (PEPP) che è stato promosso nel 2020 durante la crisi del Covid-19 per sostenere l'economia e stabilizzare i mercati finanziari.

2.4 I problemi dell'Eurozona

A partire dalla crisi finanziaria del 2008, l'Eurozona ha affrontato diverse difficoltà che hanno reso indispensabile l'intervento della Banca Centrale europea con strumenti convenzionali e non, modificando la sua politica monetaria in base alle problematiche.

Figura 2.1: evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema



Fonte: Banca Centrale Europea (2024), *Rapporto annuale e rendiconto finanziario 2024*

L'analisi dell'evoluzione del bilancio consolidato dell'Eurosistema relativo all'ultimo decennio, mostrata nella figura 2.1, consente di cogliere gli interventi di politica monetaria adottati nel corso delle diverse fasi di crisi.

Dal bilancio si può osservare un incremento, a partire dal 2015, dei programmi di acquisto di titoli su larga scala (*quantitative easing*), per stimolare l'economia. Successivamente, c'è stata un'espansione del bilancio senza precedenti a causa del *Pandemic emergency purchase programm*.

A partire dal 2022, la BCE ha progressivamente interrotto il programma di acquisto titoli, riducendo il suo bilancio, per contrastare un forte aumento dell'inflazione. Quest'ultima fase verrà analizzata nel terzo capitolo.

Capitolo 3

GUERRA E SHOCK ENERGETICO, QUINDI INFLAZIONE

3.1 L'impatto del conflitto russo-ucraino

3.1.1 Escalation, conseguenze e tentativi di mediazione

Mentre l'Eurozona si stava riprendendo dallo shock legato alla pandemia Covid-19, è stata costretta ad affrontarne un altro, questa volta correlato a questioni geopolitiche: la guerra russo-ucraina, una tra le più significative dal 1945. Il conflitto ha avuto origine nel 2014, quando la Russia invase la Crimea, penisola che si affaccia sul Mar Nero riconosciuta parte dell'Ucraina, per mantenere la propria influenza nella regione; nel febbraio 2022 la Russia cercò di risolvere, definitivamente, il conflitto a proprio favore con un'offensiva a partire dalla Crimea verso l'interno, da nord direzione Kiev e dal Donbass a est.

L'invasione russa ha innescato un violento shock di offerta sul mercato globale, poiché entrambi i Paesi coinvolti sono attori sistemici nella fornitura di materie prime. La Russia è protagonista dell'*export* di gas naturale, petrolio ed energia. L'Ucraina è una delle principali produttrici di materie prime agricole, tra cui i fertilizzanti. Gli sforzi di Kiev per mantenere aperti i corridoi commerciali verso l'Unione europea non sono stati sufficienti per evitare questa situazione.

Nonostante l'elevata dipendenza energetica dalla Russia, l'Unione europea si è schierata, fin da subito, dalla parte degli ucraini usando, per la prima volta nella sua storia, fondi comuni per acquistare e inviare armi a un Paese in guerra, fornendo supporto umanitario e cercando di indebolire la capacità

russe di finanziare la guerra tramite sanzioni; la NATO, Organizzazione del Trattato dell'Atlantico del Nord, ha evitato il coinvolgimento diretto per scongiurare una guerra con la Russia, ma ha rafforzato il lato est con nuove truppe e ha coordinato l'invio di armi dai singoli Stati membri.

Il Consiglio europeo, tra il 2022 e 2023, ha deciso di varare pacchetti sanzionatori nei confronti della Russia, volti all'affrancamento graduale dalla dipendenza dai combustibili fossili russi. Attraverso il piano REPowerEU, l'Unione ha investito nelle fonti rinnovabili e nell'efficienza energetica, oltre a diversificare le rotte di approvvigionamento. Inoltre, nella riunione del 12 dicembre 2022, è stato istituito un meccanismo temporaneo per limitare i prezzi eccessivi del gas, che si attivava automaticamente se il prezzo sul mercato TTF, punto di riferimento per il gas in tutta l'Eurozona, avesse superato una determinata soglia. Tale meccanismo non è stato mai attivato per via degli interventi precauzionali del Consiglio europeo, come la riduzione obbligatoria di consumo o il tetto ai ricavi dei produttori, ma ha contribuito attraverso un effetto psicologico sui mercati.

Mentre l'UE agiva sul fronte energetico, un'azione congiunta tra Stati Uniti e gli altri partner del G7 colpiva finanziariamente i russi. Nell'aprile del 2022, la Russia si è trovata a fronteggiare il congelamento di riserve internazionali per un ammontare pari al 30 per cento del suo PIL. Questa misura ha determinato un default tecnico, non dovuto a un'insolvenza, ma all'impossibilità materiale di trasferire valuta estera verso i creditori internazionali. Il default ha avuto ripercussioni anche su fondi d'investimento occidentali, evidenziando quella che Bianchi J. e Sosa-Padilla C. (2024) definiscono "volontà di sacrificio". Gli autori hanno calcolato un tasso di scambio pari a 0,5: per ogni dollaro di danno inflitto ai nemici, i Paesi sanzionatori si sono mostrati disposti a subire una perdita di 50 centesimi.

Tale tasso di scambio rifletta una strategia geopolitica dove il beneficio derivante dall'indebolimento dell'avversario è considerato superiore al costo economico interno. Per contrastare l'isolamento finanziario e il crollo del rublo, la Banca Centrale Russa è intervenuta innalzando i tassi di interesse fino al 20 per cento per stabilizzare l'economia interna e frenare la fuga di capitali.

Durante l'ultimo periodo (metà 2022) si è parlato molto di un possibile accordo, che sarebbe un respiro di sollievo per l'economia globale. Putin ha lasciato intendere che il conflitto potrebbe avviarsi a conclusione, ma in passato ci sono stati molti tentativi risultati vani. I primi negoziati avvennero dopo appena quattro giorni dall'invasione, in Bielorussia. Dopodiché, nella primavera successiva a Istanbul, si sfiorò un'intesa: gli ucraini proposero che gli Stati garanti (tra cui la Russia) firmassero un trattato simile all'articolo 5 della Nato, secondo cui sarebbero intervenuti in caso di aggressione, ma il Cremlino pretese l'inserimento di una clausola che prevedeva un voto unanime per l'intervento dei garanti a difesa. Tale condizione è stata giudicata "inaccettabile" ed insieme al massacro di Bucha, dove le forze russe torturarono e uccisero 400 ucraini, ha spinto il presidente ucraino Zelensky a interrompere i colloqui. Successivamente ci sono stati dei tentativi di mediazione da parte di Cina, Brasile, India e da una delegazione composta da sette *leader* africani, ma sono tutti falliti.

3.1.2 La risposta della BCE

Tale shock ha provocato un'inflazione record nell'Eurozona. Da quanto emerge dal bollettino economico n. 4/2022 pubblicato dalla Banca Centrale Europea, a maggio 2022 si è registrata un'inflazione misurata sullo IAPC dell'8,1 per cento, trainata dalle componenti energetiche e alimentari. Nello

stesso periodo l'inflazione di fondo (HICPX) è salita al 3,8 per cento a causa dei rincari dei beni industriali non energetici e dei servizi. Nonostante ciò, le previsioni inflazionistiche sul lungo periodo rimanevano contenute, ed erano pari al 3,5 per cento nel 2023 e al 2,1 per cento nel 2024. Nel medesimo bollettino, viene indicato che il Consiglio direttivo ha deciso di non proseguire con gli acquisti netti nel programma APP, a partire da luglio 2022, pur mantenendo il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza per garantire la liquidità necessaria. Nella riunione di giugno, il Consiglio direttivo ha sancito la fine dell'era dei tassi zero, programmando i primi rialzi per le riunioni di luglio e settembre.

Nel bollettino economico successivo, il numero 5/2022 di luglio, il quadro si è ulteriormente aggravato con lo IAPC salito all'8,6 per cento. Parallelamente, l'inflazione di fondo era al 3,7 per cento, leggermente attenuata da interventi governativi, come l'introduzione in Germania dell'abbonamento mensile per i trasporti pubblici a 9 euro. Sebbene tale misura mirasse a sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e a ridurre il consumo di carburanti fossili, ha temporaneamente "mascherato" la reale entità delle pressioni inflazionistiche. Nonostante le precedenti indicazioni di 25 punti base, a luglio la BCE ha optato per un aumento dei tassi di 50 punti base, adottando un approccio *data-dependent* per preservare la propria credibilità. Inoltre, il Consiglio ha ravvisato la necessità di istituire il TPI (*Transmission Protection Instrument*), strumento di protezione del meccanismo di trasmissione omogenea della politica monetaria, per evitare frammentazioni ingiustificate nei mercati dei titoli di Stato, stabilizzando così lo *spread*. Da quanto emerge dal documento della Commissione europea, questo strumento si è rivelato fondamentale per proteggere le economie dei Paesi più vicini al conflitto, colpiti maggiormente dalla guerra per i forti

legami commerciali con le parti in causa e per l'energia richiesta dalle loro economie intensive.

Nelle riunioni successive, la BCE ha seguito un percorso di consolidamento della strategia restrittiva volta a ricondurre stabilmente il tasso di inflazione al 2 per cento:

- settembre 2022: un rialzo di 75 punti base a fronte di un'inflazione al 9,1 per cento;
- ottobre 2022: un ulteriore aumento di 75 punti base per contrastare un'inflazione al 9,9 per cento e la revisione delle condizioni sulle operazioni di rifinanziamento TLTRO III per incoraggiare rimborsi anticipati;
- da dicembre 2022 a marzo 2023: una serie di aumenti di 50 punti base ciascuno;
- da maggio a settembre 2023: rialzi di 25 punti base fino a raggiungere tassi di riferimento al 4, 4,50 e 4,75 per cento.

Il ritorno a una fase di rallentamento monetario è avvenuto solamente a giugno 2024 con un taglio dei tassi di 25 punti base. L'allentamento monetario è proseguito fino a luglio 2025, quando la BCE ha stabilizzato i tassi al 2 per cento, ovvero un tasso neutrale che non stimola né frena in modo eccessivo l'economia.

3.1.3 Gli effetti macroeconomici in Italia

Sebbene sia un Paese non confinante e geograficamente distante dal conflitto, l'Italia ha subito gravi conseguenze a causa delle interdipendenze con Russia e Ucraina. Come evidenziato dalle analisi dell'OCSE (Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico), questa esposizione si è manifestata principalmente attraverso due canali: la

dipendenza dall'importazione di materie prime e il blocco dei flussi commerciali e di persone che ha bloccato il turismo e l'export.

Il primo fattore ha colpito soprattutto quattro settori in cui si è verificato il problema per cui l'elevata inflazione, relativa alle materie prime, ha spinto le imprese ad aumentare i prezzi di vendita o, in alternativa, a limitare la produzione e quindi di conseguenza l'occupazione. In primo piano c'era il settore manifatturiero che comprende le imprese ad alto consumo energetico, soprattutto nelle regioni settentrionali. Dopodiché, l'aumento dei prezzi dei fertilizzanti e dei mangimi ha provocato gravi danni rispettivamente al settore agricolo, prevalente nel sud del Paese, e in quello dell'allevamento, presente nelle zone non costiere. Per ultima, ma non per importanza, la crisi nella produzione alimentare a base di grano: sebbene la materia prima venga importata principalmente dal Canada, il rialzo dei *future* sul grano ha travolto l'intero mercato.

I turisti russi rappresentano una porzione ridotta rispetto al totale dei visitatori internazionali nel nostro Paese, ma la loro assenza, a causa della sospensione di rotte aeree Russia-Ue e delle difficoltà nelle transazioni all'estero, si è fatta sentire pesantemente perché hanno un'altissima capacità di spesa e un'elevata propensione al consumo.

Sebbene l'export verso la Russia sia una quota marginale del totale, gli effetti della guerra hanno colpito distretti industriali concentrati in alcuni territori, tra tutti quello dell'abbigliamento nelle Marche. Il 3 per cento è la quota russa delle esportazioni marchigiane.

L'analisi OCSE evidenzia anche l'impatto cruciale del conflitto sui flussi migratori e sulla tenuta del mercato del lavoro italiano. Nel corso del 2022, l'Italia ha registrato un incremento del 66,5 per cento della comunità ucraina presente nel Paese: essa rappresenta la seconda comunità straniera tra i

lavoratori domestici attivi. Da qui l'esigenza di gestire l'accoglienza umanitaria dei rifugiati.

Nel corso del tempo, il governo italiano ha adottato delle misure a sostegno dell'economia su base settoriale e territoriale, al fine di indirizzare le risorse esclusivamente verso le imprese effettivamente in difficoltà.

3.2 Le crisi in Medio Oriente

Negli ultimi anni, parallelamente alle tensioni sul fronte orientale europeo, lo scenario internazionale si è ulteriormente frammentato con l'apertura di nuovi fronti in Medio Oriente: nella Striscia di Gaza e in Iran.

L'*escalation* a Gaza del 7 ottobre 2023 e il conseguente coinvolgimento di nuovi attori regionali ha riaperto ferite mai sanate nel territorio, provocando una catastrofe umanitaria. Mentre in Ucraina il conflitto riguarda la difesa di uno Stato sovrano già esistente, a Gaza e nei territori palestinesi la lotta si concentra sul diritto all'autodeterminazione e sulla creazione di uno Stato che non ha mai visto la sua piena realizzazione sin dalla fine della Seconda guerra mondiale.

Oltre alle conseguenze disastrose nella zona del conflitto, l'evento ha avuto un impatto significativo sul commercio internazionale, poiché c'è stata una riduzione del traffico marittimo nel Canale di Suez, che ha costretto le navi a circumnavigare l'Africa e a sostenere, di conseguenza, costi di trasporto nettamente superiori. Tra il 2024 e il 2025, la crisi nel Mar Rosso è costata all'Italia circa 95 milioni al giorno per esportare prodotti. Questo tema è stato affrontato anche dalla BCE nel bollettino economico n. 2/2024, quando decise di lasciare i tassi invariati, ma con una valutazione estremamente cauta per prevenire shock economici.

Mentre nei due conflitti precedentemente descritti l'Iran era un sostenitore di una delle due controparti, dal 28 febbraio 2026 è protagonista di una serie di scontri contro gli Stati Uniti, che hanno sferrato un attacco nei suoi confronti. Nel conflitto in Palestina, gli iraniani sostengono le organizzazioni terroristiche di Hamas e Hezbollah per fare pressione su Israele, rivale storico; nel fronte russo-ucraino, il Paese è un fornitore tecnologico e militare (droni e missili) per la Russia.

Il presidente americano Trump sostiene di aver spinto gli USA a combattere con spiegazioni poco valide: favorire un cambio di regime necessario a Teheran, impedire l'uso del nucleare a scopi militari, sostenere il presidente israeliano Netanyahu.

A destare notevole disagio sono state le conseguenze economiche di tale aggressione, con al centro il blocco dello Stretto di Hormuz. Attraverso quest'ultimo passa circa il 10 per cento del gas naturale liquefatto (GNL) e fiumi di petrolio greggio che rappresentano il 20 per cento del totale. Tra i principali importatori figurano colossi industriali come Cina, Europa e gli stessi USA. Se i cinesi riescono a sostenere lo shock con le riserve accumulate nel corso degli anni, l'Europa è il vero perdente, poiché si trova davanti a un rialzo dei prezzi dell'energia in un momento difficile, con una crescita economica vicina allo zero. Infatti, dal bollettino n. 2/2026 si evince che la BCE ha mantenuto invariati i tassi ufficiali, ma ha posto l'attenzione sul rallentamento della crescita economica, sull'inflazione in aumento nel breve termine e sull'incertezza nei mercati, a causa di continue tregue e violazioni.

CONCLUSIONI

L'analisi svolta nel presente elaborato permette di tracciare un quadro chiaro e complesso nelle interconnessioni tra geopolitica e macroeconomia.

Emerge come la concentrazione dei conflitti armati in aree ricche di risorse e materie prime, fondamentali per l'economia globale, abbia innescato una profonda volatilità.

In questo contesto di perenne incertezza, il ruolo della BCE si è rivelato fondamentale per garantire la tenuta del sistema monetario dell'Eurozona e per agire contro speculazioni.

L'Unione europea e, in particolar modo l'Italia, sono soggetti economicamente più vulnerabili a causa della dipendenza energetica e commerciale dagli Stati attualmente coinvolti nei conflitti. Da ciò si può capire come la guerra non distrugge solamente i territori direttamente colpiti, ma crea danni collaterali per le economie esterne.

Il potere d'acquisto delle famiglie e i ricavi delle imprese sono crollati, di conseguenza i governi nazionali sono stati costretti ad intervenire con misure di welfare e sussidi a sostegno, che hanno prodotto un inevitabile aumento della spesa pubblica, ulteriormente aggravata dai nuovi impegni finanziari per difesa e sicurezza.

La risoluzione delle tensioni internazionali rimane il prerequisito fondamentale per una crescita economica sostenibile.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2022), *Economia e politica della moneta*, terza edizione, Bologna, Il Mulino
- Banca Centrale Europea (2022), *Bollettino economico BCE*, n. 4/2022, Francoforte
- Banca Centrale Europea (2022), *Bollettino economico BCE*, n. 5/2022, Francoforte
- Banca Centrale Europea (2023), *Bollettino economico BCE*, n. 1/2023, Francoforte
- Banca Centrale Europea (2024), *Bollettino economico BCE*, n. 2/2024, Francoforte
- Banca Centrale Europea (2025), *Bollettino economico BCE*, n. 3/2025, Francoforte
- Banca Centrale Europea (2026), *Bollettino economico BCE*, n. 2/2026, Francoforte
- Bianchi J. e Sosa-Padilla C. (2024), *On wars, sanction, and sovereign default*, Journal of Monetary Economics, 141, 62-70
- Consiglio dell'Unione europea (2024), *Impatto dell'invasione russa dell'Ucraina sui mercati: la risposta dell'UE*
- Consiglio dell'Unione europea (2025), *Risposte dell'UE all'aggressione militare russa in Ucraina*
- Commissione europea (2022), *The cost of EU member States' proximity to the war*
- Dornbusch R., Fischer S., Startz R., Canullo G. (2020), *Macroeconomia*, tredicesima edizione, Milano, McGraw-Hill

Istituto per gli Studi di Politica Internazionale - ISPI (2023), *Crisi Russia-Ucraina: lo scoppio della guerra*

Istituto per gli Studi di Politica Internazionale - ISPI (2023), *Escalation Hamas-Israele, la cronologia della guerra*

Istituto per gli Studi di Politica Internazionale - ISPI (2026), *Le ragioni di Trump: quali?*

Istituto per gli Studi di Politica Internazionale - ISPI (2026), *Iran: un conflitto senza vincitori*

Marini A. (2025), *Conseguenze economiche della crisi in Medio Oriente*, Centro Studi Eurasia e Mediterraneo - CESEM

Marini A. (2025), *Conseguenze economiche per Russia, Ucraina, Unione europea e USA*, Centro Studi Eurasia e Mediterraneo - CESEM

Ministero del Lavoro e delle Politiche Sociali (2023), *La comunità ucraina in Italia*

OCSE – OECD (2022), *I potenziali impatti territoriali della guerra in Ucraina: il caso di studio dell'Italia*

Parlamento europeo (2022), *Politica monetaria europea*

Ufficio delle pubblicazioni dell'Unione europea (2022), *Analisi degli impatti a livello europeo del conflitto in Ucraina*

Unione Europea (2012), Trattato sul funzionamento dell'Unione europea (TFUE) – art.127, *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, C326, 102-103

Unione Europea (2012), Protocollo (N. 4) sullo statuto del Sistema europeo di banche centrali e della Banca centrale europea, *Gazzetta ufficiale dell'Unione europea*, C 326, 230-250

SITOGRAFIA

<https://economieapertutti.bancaditalia.it>

<https://eur-lex.europa.eu>

<https://it.euronews.com>

<https://op.europa.eu>

<https://www.bancaditalia.it>

<https://www.cese-m.eu>

<https://www.consilium.europa.eu>

<https://www.ecb.europa.eu>

<https://www.economy-finance.ec.europa.eu>

<https://www.europarl.europa.eu>

<https://www.istat.it>

<https://www.ispionline.it>

<https://www.oecd.org>

<https://www.rainews.it>

<https://www.sciencedirect.com>

<https://www.treccani.it>

<https://www.wikipedia.org>

