UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE

FACOLTÀ DI ECONOMIA "GIORGIO FUÀ"

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

RISCHIO GEOPOLITICO, SHOCK ENERGETICI E POLITICA MONETARIA

GEOPOLITICAL RISK, ENERGY SHOCKS AND MONETARY POLICY

Relatrice:
Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:
Filippo Dubbini

Anno Accademico 2025/2026

Alla mia famiglia, pilastro fondamentale della mia esistenza.

Un sentito ringraziamento va alla professoressa Bettin, che non è stata per me una semplice docente, ma una guida che ho stimato profondamente sotto ogni aspetto. La sua disponibilità, unita ai preziosi consigli, ha contribuito non solo alla realizzazione di questo lavoro, ma anche a orientare le mie future scelte accademiche e professionali.

A mio papà,
sappi che se sono riuscito a portare a termine questo obiettivo è soprattutto grazie a te.
Mi hai insegnato il valore del termine sacrificio, trasmettendomi disciplina, motivazione e un forte senso del dovere.
Sei e sarai per sempre l'esempio perfetto di uomo per me.
Mi auguro, un giorno, di riuscire a replicarti, anche solo nei piccoli gesti.

A mia madre, la mia prima e più grande sostenitrice!
Grazie per non avermi mai imposto limiti, ma per avermi sempre lasciato lo spazio di crescere, di sbagliare e di essere semplicemente me stesso.
Grazie per aver gioito ad ogni mio traguardo e per avermi donato un amore incondizionato, credendo in me anche quando io stesso facevo fatica a farlo.
Non mi hai mai lasciato solo, e questo mi ha dato la forza di andare avanti.
Spero di averti reso orgogliosa di me.

Al mio fratellone, con cui condivido molto più di quanto le parole riescano a esprimere.
Ci tengo a dirti che, al di là della distanza e delle difficoltà che la vita potrà metterci davanti, avrai sempre e ovunque il mio sostegno.
Scusa se a volte posso sembrare insistente o troppo premuroso, ma lo faccio esclusivamente perché desidero il meglio per il tuo futuro.
Grazie per tutto ciò che hai fatto e continui a fare per me, te ne sarò per sempre grato.

Ai miei nonni, e non solo a quelli qui presenti, ma anche a colore che, pur non essendo fisicamente accanto a me, continuano a essere una presenza fondamentale nella mia vita.
Grazie per l'affetto, il supporto e il vostro esserci costante.
Sapere di poter contare su di voi in ogni momento è stata una delle certezze più importanti del mio percorso accademico, ma soprattutto del mio cammino personale.

Ai miei zii e ai miei cugini, che rappresentano per me una seconda famiglia,
grazie per la vostra costante vicinanza e per essere stati presenti in ogni momento, senza mai tirarvi indietro ad ogni mia richiesta.
Il vostro calore è stato una guida silenziosa, ma fondamentale lungo tutto il mio cammino.
Ognuno di voi, a modo proprio, ha contribuito al mio percorso di crescita, e per questo non smetterò mai di ringraziarvi.

A Melissa, la mia forza, il mio equilibrio e la mia certezza.
Grazie per essermi stata accanto ogni giorno, per aver accolto con pazienza le mie ansie e le mie paure senza mai farmi sentire abbandonato.
Grazie per avermi insegnato, con il tuo esempio prima ancora che con le parole, ad affrontare la vita a testa alta, proprio come hai sempre fatto tu.
Sei la mia luce nei momenti più bui, il mio punto di riferimento quando tutto sembra incerto, e la mia cura quando il corpo ne ha più bisogno.
Con te ho imparato cosa significa davvero amare, crescere e non arrendersi.
Ti auguro di poter raggiungere ed esprimere ogni tuo sogno, ma soprattutto i nostri, trovando sempre la forza l'uno nell'altra, ieri, oggi e domani.

Ai miei amici, a voi devo tanto, a partire dall'affetto che non mi avete mai fatto mancare e per la forza che mi state dando e che sono certo continuerete a darmi, nonostante la distanza.
Grazie per il vostro sostegno, per le risate, per la leggerezza e per aver reso tutto più semplice.
Come ribadito nei momenti di estrema difficoltà: uniti, in ogni passo, in ogni sfida e in ogni sorriso.
Contate su di me come io ho sempre contato su di voi, senza esitazioni, in ogni momento e con estrema naturalezza: la mia presenza sarà sempre una certezza per voi!

Infine, desidero ringraziare me stesso: per la consapevolezza maturata lungo questo percorso e per la soddisfazione di aver raggiunto questo piccolo ma grande traguardo, che rappresenta soltanto l'inizio di un'impegnativa maratona, fatta di sacrifici, ostacoli e sfide.
Ho imparato che riconoscere i propri limiti non significa fermarsi, ma trovare nuove modalità per andare avanti, con una maturità e una determinazione diverse, soprattutto nei momenti più difficili, segnati anche da una prova personale che ha messo alla dura prova la mia capacità di affrontare la vita.
Sono riuscito a trasformare ogni caduta in un'opportunità di crescita e ogni momento di incertezza in uno stimolo per cercare nuove strade.

Ho sempre creduto che dopo ogni salita arrivi una discesa e che, anche nelle difficoltà, sia proprio l'entusiasmo a tenerci vivi e a darci la spinta di proseguire, anche quando il percorso appare incerto e offuscato. Forse il privilegio più grande è proprio questo: continuare a inseguire i propri sogni anche quando si rivelano più complessi del previsto, essendo consapevoli che è proprio nella perseveranza che si costruiscono i risultati più significativi.

INTRODUZIONE 2

Capitolo 1: RISCHIO GEOPOLITICO E AREA EURO 4
1.1 Definizione del rischio geopolitico 4
1.2 Il Geopolitical Risk Index anglosassone ed europeo 4
1.3 Conflitto Russo-Ucraino e in Medio Oriente 6
1.4 Effetti su IP e CPI: stagflazione 7

Capitolo 2: SHOCK ENERGETICI 10
2.1 Shock petroliferi 10
2.2 Shock sul mercato del gas naturale 11
2.3 Differenze tra gli shock petroliferi e gli shock del gas naturale 12

Capitolo 3: IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA 15
3.1 Inflazione e obiettivo di stabilità dei prezzi 15
3.2 La risposta della BCE 16
3.3 La risposta della FED e BoE 18
3.4 Considerazioni sulla politica monetaria 22

CONCLUSIONI 25

BIBLIOGRAFIA 27

SITOGRAFIA 29

INTRODUZIONE

Il presente elaborato intende analizzare come gli eventi geopolitici incidono sull'andamento delle quotazioni energetiche, influenzando significativamente il livello inflazionistico e determinandone uno scostamento rispetto all'obiettivo principale della stabilità dei prezzi. In tale circostanza, le Banche Centrali sono tenute ad assumere decisioni di politica monetaria fondamentali, con la finalità comune di riportare l'inflazione in prossimità del suo livello target. Data l'elevata attualità dei temi affrontati, l'obiettivo della tesi è illustrare come eventi apparentemente lontani, quali il conflitto Russo-Ucraino e del Medio Oriente, possano avere effetti diretti sull'economia reale e sulla vita quotidiana di ogni comune cittadino, incidendo negativamente sul potere d'acquisto delle famiglie e riflettendo un rincaro vita generato da aumenti di prezzo dei beni e servizi vari, quali i carburanti, le bollette energetiche, i costi di produzione, ecc.

Il percorso di ricerca si articola in tre capitoli, i quali intrecciano l'analisi teorica con l'osservazione di casi concreti, mantenendo uno sguardo critico e attento alla complessità del tema per comprendere al meglio gli effetti generati dai vari shock energetici. Nel primo capitolo viene introdotto il concetto di rischio geopolitico, ne vengono analizzate le varie definizioni presenti in letteratura, il funzionamento e il confronto tra il Geopolitical Risk Index globale ed europeo. Successivamente viene dato spazio ai due principali eventi geopolitici che hanno caratterizzato il contesto economico mondiale degli ultimi anni, il conflitto Russo-Ucraino e le tensioni nate dal recente conflitto in Medio Oriente, mettendo in luce le principali differenze e implicazioni macroeconomiche. Nel secondo capitolo l'attenzione si sposta sugli effetti che tali eventi hanno generato sul settore energetico, con particolare rilevanza al mercato del gas naturale e al mercato petrolifero. Il paragrafo

conclusivo del capitolo sottolinea le principali differenze generate dai due shock e di come questi si trasmettono poi all'inflazione nell'area euro. Infine, il terzo capitolo tratta le modalità con cui le principali banche centrali, tra cui la Banca Centrale Europea (BCE), la Federal Reserve (FED) e la Bank of England (BoE), adottano le proprie decisioni di politica monetaria per contrastare le pressioni inflazionistiche generate dagli shock energetici in risposta al conflitto in Medio Oriente. Da quanto emerge dall'elaborato, si può comprendere come il legame tra rischio geopolitico, shock energetici e inflazione sia oggi sempre più centrale per interpretare l'economia attuale. In un contesto economico così incerto, diventa necessario l'adozione di politiche monetarie flessibili, capaci di adattarsi ai continui cambiamenti dettati dallo scenario internazionale.

Capitolo 1
RISCHIO GEOPOLITICO E AREA EURO

1.1 Definizione del rischio geopolitico

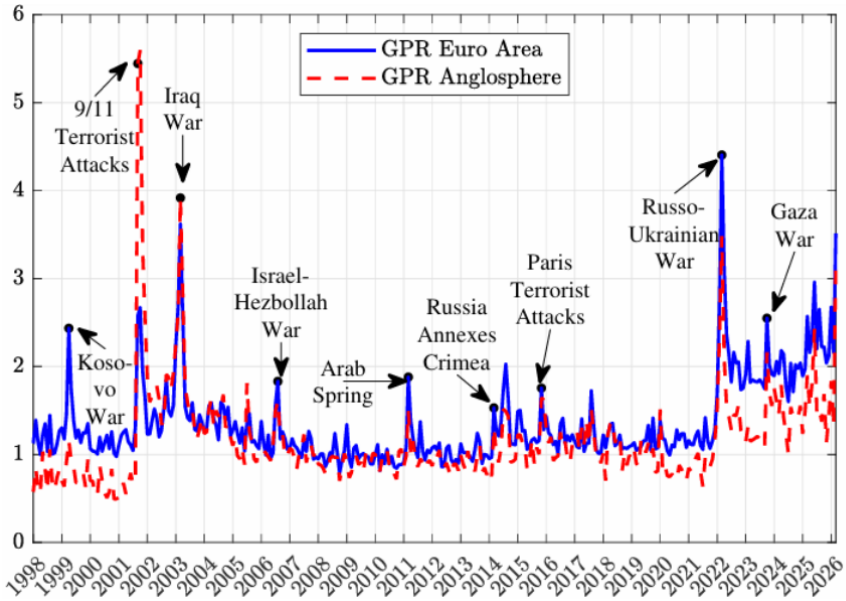
Nel contesto economico attuale, caratterizzato da una crescente interdipendenza tra le economie e dall'intensificazione degli scambi internazionali, il rischio geopolitico rappresenta una delle principali fonti di incertezza per il sistema economico globale. Eventi come guerre, tensioni tra Stati, atti di terrorismo e crisi diplomatiche possono infatti generare effetti che si propagano ben oltre i confini nazionali e capaci di influenzare l'intero sistema economico. In tale contesto, Caldara e Iacoviello (2022, p. 1195) definiscono "il rischio geopolitico come la minaccia, la realizzazione e l'escalation di eventi avversi associati a guerre, terrorismo e qualsiasi tensione tra stati e attori politici che influisca sul corso pacifico delle relazioni internazionali". La definizione proposta dagli autori adotta una concezione ampia del rischio geopolitico. Infatti, non si limita a comprendere solamente i conflitti armati già in corso, ma anche le minacce, le escalation delle tensioni internazionali e gli atti di terrorismo. Al fine di quantificare l'intensità e l'evoluzione del rischio geopolitico, gli autori hanno sviluppato un indice apposito.

1.2 Il Geopolitical Risk Index anglosassone ed europeo

Il Geopolitical Risk Index (GPR), sviluppato da Caldara e Iacoviello (2022), è un indicatore che misura il livello di rischio geopolitico attraverso l'analisi della copertura giornalistica di guerre, conflitti armati, terrorismo e tensioni internazionali. L'indice viene costruito calcolando, per ciascun periodo, la quota di articoli pubblicati dai principali quotidiani internazionali che trattano eventi geopolitici avversi rispetto al numero complessivo degli articoli pubblicati nello stesso periodo. Sebbene il GPR rappresenti uno dei principali indicatori utilizzati nella letteratura economica, esso riflette prevalentemente una prospettiva

anglosassone, in quanto è costruito sulla base di quotidiani statunitensi, britannici e canadesi[1]. Tale limite ha portato la necessità di sviluppare un indicatore specifico per l'area euro, costruito esclusivamente da quotidiani europei, in grado di rappresentare in maniera più accurata il rischio geopolitico percepito nel contesto europeo (EA GPR index)[2].

Figura 1.1: Indice del rischio geopolitico a frequenza mensile: area euro e Anglosfera



Fonte: Bondarenko et al. (2026)

La figura 1.1 mostra il confronto tra l'indice mensile dell'area euro, rappresentato dalla linea blu continua, con il suo equivalente nell'area anglosassone,

[1] La costruzione del GPR index si basa su ricerche testuali automatizzate negli archivi elettronici di dieci giornali: il Chicago Tribune, il Daily Telegraph, il Financial Times, il Globe and Mail, il Guardian, il Los Angeles Times, il New York Times, USA Today, il Wall Street Journal e il Washington Post.

[2] La costruzione dell'EA GPR index si basa sui principali quotidiani dei cinque maggiori paesi dell'area euro: Germania, Francia, Italia, Spagna e Paesi Bassi.

rappresentato dalla linea rossa tratteggiata. Il periodo di osservazione si estende da gennaio 1998 a marzo 2026. Per consentire un confronto diretto tra i due indicatori, il valore di entrambi gli indici è stato normalizzato a 1, dal gennaio 2010. Tale procedura consente di allineare entrambi gli indici su un punto di partenza identico, eliminando le differenze dovute ai diversi livelli iniziali. Dal raffronto si rileva che l'indice dell'area euro tende a crescere di più per i conflitti che interessano il continente europeo o le aree geografiche limitrofe, come la guerra del Kosovo, il conflitto Russo-Ucraino e le recenti tensioni del Medio Oriente. Al contrario, dal punto di vista anglosassone, il picco del rischio geopolitico è stato registrato dopo gli attentati dell'11 settembre 2001, riflettendo la percezione dei principali quotidiani statunitensi, britannici e canadesi. Il confronto tra i due indicatori mette in evidenza come la percezione del rischio geopolitico sia influenzata dalla vicinanza geografica e dal contesto mediatico di riferimento. Il paragrafo successivo analizzerà l'evoluzione dei principali conflitti geopolitici che hanno coinvolto il contesto internazionale negli ultimi anni, determinando un significativo incremento del rischio geopolitico nell'area euro.

1.3 Conflitto Russo-Ucraino e in Medio Oriente

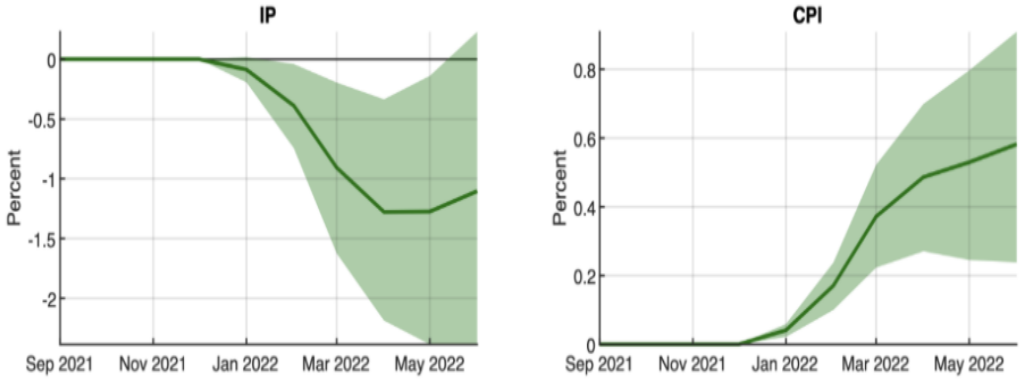
L'invasione russa dell'Ucraina del febbraio 2022 e il successivo intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente rappresentano due dei principali eventi geopolitici che hanno caratterizzato gli ultimi anni. Entrambi i conflitti hanno determinato un significativo aumento del rischio geopolitico a livello internazionale e, in particolare, nell'area euro. Malgrado i due conflitti abbiano contribuito ad accrescere il rischio geopolitico, la natura degli shock energetici da essi generati è ben differente. La principale criticità del conflitto Russo-Ucraino riguardava il mercato del gas naturale, a causa della forte dipendenza europea dalle forniture russe. Le costanti e progressive riduzioni dei flussi del gas naturale hanno causato un marcato incremento dei prezzi dell'energia, alimentando le pressioni

inflazionistiche e incidendo negativamente sull'attività produttiva. Inoltre, l'incertezza sulla continuità degli approvvigionamenti ha indotto gli operatori economici ad aumentare gli stoccaggi e ad accelerare la ricerca di fornitori alternativi. Al contrario, l'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente ha inciso prevalentemente sul mercato petrolifero, soprattutto in seguito alle difficoltà di transito attraverso lo stretto di Hormuz, snodo strategico per una quota rilevante del commercio mondiale di greggio. In questo caso, l'aumento dei prezzi è stato determinato principalmente dal timore e dalla preoccupazione di possibili interruzioni delle forniture piuttosto che da una effettiva riduzione di petrolio. Un ulteriore elemento da tenere in considerazione riguarda il contesto economico in cui i due shock si sono verificati. Durante il conflitto del 2022, l'inflazione nell'area euro era già situata a livelli elevati, la domanda interna risultava sostenuta dalla ripresa post-pandemica e i mercati energetici erano particolarmente vulnerabili. Al contrario, nel più recente shock, l'inflazione si colloca su livelli molto più contenuti, la domanda appare più debole e il sistema energetico europeo risulta essere maggiormente diversificato.

1.4 Effetti su IP e CPI: stagflazione

L'elevata tensione internazionale, soprattutto quando vengono interessate aree strategiche, come la Russia e il golfo Persico, implica un peggioramento dell'intero sistema economico mondiale, generando il fenomeno della cosiddetta stagflazione, cioè una fase caratterizzata da una contrazione della produzione industriale (IP) e da un aumento delle pressioni inflazionistiche misurate attraverso l'indice dei prezzi al consumo (CPI). Per quantificare i costi macroeconomici per l'area euro dell'invasione russa dell'Ucraina, viene analizzato uno scenario controfattuale di "no guerra", in cui il rischio geopolitico è rappresentato al livello pre-bellico (Bondarenko *et al.*, 2026).

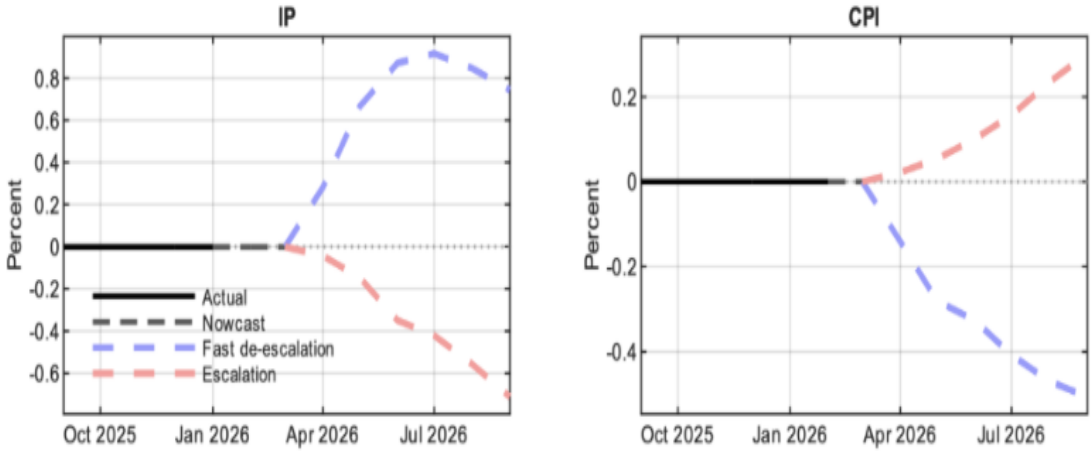
Figura 1.2: Differenza tra guerra vs “no guerra"



Fonte: Bondarenko et al. (2026)

La Figura 1.2 mostra come l’impatto della guerra abbia determinato una riduzione della produzione industriale pari a circa l’1,3% e un incremento dell’indice dei prezzi al consumo di circa lo 0,6% nella prima metà del 2022. Le aree ombreggiate rappresentano gli intervalli di confidenza delle stime effettuate. Anche le più recenti tensioni in Medio Oriente confermano la stretta relazione tra rischio geopolitico e l’andamento dell’economia europea.

Figura 1.3: Scenari alternativi di rischio geopolitico rispetto alla situazione di base



Fonte: Bondarenko et al. (2026)

La Figura 1.3 di fatto illustra gli effetti di due scenari alternativi relativi al conflitto in Medio Oriente. La linea rossa tratteggiata rappresenta uno scenario di escalation, caratterizzato dal permanere di un elevato livello di tensione internazionale, mentre la linea blu tratteggiata rappresenta uno scenario di rapida de-escalation, situazione nella quale il rischio geopolitico torna ai livelli storicamente osservati. Nell'ipotesi di escalation, si osserva una contrazione della produzione industriale di circa lo 0,7% e un incremento dei prezzi al consumo di circa lo 0,3%. Al contrario, in uno scenario di rapida de-escalation, si rileva che la produzione industriale aumenta di circa lo 0,7%, mentre i prezzi al consumo diminuiscono di circa lo 0,5%. In conclusione, l'analisi di Bondarenko *et al.* (2026) evidenzia come l'intensificarsi dei conflitti internazionali possa generare evidenti effetti stagflazionistici, rappresentando uno dei contesti macroeconomici più complessi da affrontare per le banche centrali, chiamate a bilanciare il contenimento dell'inflazione con il sostegno dell'attività economica.

Capitolo 2
SHOCK ENERGETICI

2.1 Shock petroliferi

Le recenti tensioni geopolitiche in Medio Oriente e i rischi connessi a possibili interruzioni del traffico marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz hanno alimentato l'incertezza sui mercati petroliferi, contribuendo alla volatilità delle quotazioni del greggio. Gli shock del petrolio non costituiscono tuttavia un fenomeno omogeneo, poiché le variazioni del prezzo possono avere origini differenti e produrre effetti macroeconomici ben diversi. A questo proposito, Kilian (2009) propone una decomposizione strutturale del prezzo reale del greggio in tre componenti, ciascuna caratterizzata da un distinto meccanismo di formazione. La prima componente è lo shock di offerta puro, innescato da un calo effettivo della produzione globale. Questa contrazione fisica della disponibilità di greggio spinge al rialzo le sue quotazioni, ma storicamente ha un impatto contenuto e passeggero, poiché gli altri paesi produttori tendono a compensare i vuoti di offerta, stabilizzando così il mercato internazionale. La seconda componente è legata alla domanda aggregata e riflette l'andamento del ciclo economico globale. Nelle fasi di forte espansione, il fabbisogno di energia e materie prime fa impennare la domanda di greggio e, di conseguenza, anche il suo costo. A differenza degli shock di offerta, quelli di domanda aggregata tendono a produrre effetti più persistenti nel tempo. Il terzo e ultimo shock riguarda invece la domanda precauzionale ed è forse l'aspetto più interessante messo in luce dall'autore. In questo caso, l'aumento del prezzo non dipende da una riduzione effettiva dell'offerta o da un incremento della domanda, ma dal timore che in futuro possano verificarsi interruzioni o carenze nelle forniture. L'incertezza geopolitica spinge quindi gli operatori ad anticipare gli acquisti e ad accumulare scorte, contribuendo così al rialzo dei prezzi. Analizzando diversi episodi storici, Kilian (2009) mostra infatti che molti aumenti del prezzo del

petrolio siano stati determinati non tanto da una reale diminuzione della produzione o da un incremento della domanda, quanto piuttosto dall'incertezza e da componenti di natura precauzionale. Questo meccanismo risulta particolarmente utile anche per interpretare le recenti tensioni che si sono scatenate in Medio Oriente. Il timore di un blocco nello Stretto di Hormuz ha infatti spinto gli operatori economici ad anticipare gli acquisti per motivi precauzionali, alimentando le quotazioni del greggio prima ancora che si verificasse un reale calo dei flussi globali, con ripercussioni evidenti a carico del consumatore finale.

2.2 Shock sul mercato del gas naturale

Le tensioni geopolitiche, esplose con l'invasione russa dell'Ucraina, hanno messo sotto forte pressione il mercato del gas naturale, trascinando l'Europa nella peggiore crisi energetica degli ultimi decenni. Non a caso, il tema è tornato al centro del dibatto economico internazionale. Per analizzare questa dinamica, Adolfsen *et al.* (2024) individuano tre fattori principali che incidono sulla volatilità delle quotazioni del gas naturale, distinguendo tra shock di offerta, shock di domanda e shock legati agli stoccaggi. Questa classificazione presenta numerose analogie con quella proposta da Kilian (2009) per il mercato petrolifero. Tuttavia, a differenza del petrolio, questa fonte energetica presenta caratteristiche che rendono il suo mercato meno flessibile e più vulnerabile agli eventi geopolitici. Come evidenziato da Alessandri e Gazzani (2023), per molti anni il commercio del gas naturale si è sviluppato perlopiù attraverso gasdotti e contratti di lungo termine. Questi meccanismi hanno favorito la formazione di mercati regionali segmentati, piuttosto che un unico mercato globale. Di conseguenza, gli scambi internazionali risultavano più complessi rispetto a quelli del petrolio, il quale può essere trasportato più comodamente via mare e dirottato verso mercati alternativi in tempi più brevi. Questo limite ha ridotto la possibilità di sostituire rapidamente un fornitore in caso di interruzioni degli approvvigionamenti. A rendere il quadro

ancora più complesso è stata la forte stagionalità della domanda, che fa delle riserve e degli stoccaggi un elemento cruciale. Gli operatori economici tendono infatti ad accumulare le scorte nei periodi di minore consumo, per poi utilizzarle quando il fabbisogno energetico aumenta. Gli stoccaggi diventano quindi indispensabili per mantenere continuità negli approvvigionamenti e contenere le oscillazioni stagionali dei prezzi. Al tempo stesso, la presenza di tensioni geopolitiche o il timore di possibili interruzioni delle forniture può spingere gli operatori ad aumentare preventivamente le scorte, contribuendo così ad ulteriori pressioni sui prezzi. Tutti questi fattori rendono il mercato europeo del gas particolarmente sensibile agli eventi internazionali, come evidenziato dal recente conflitto scoppiato nel 2022. La crisi energetica conseguente all'invasione russa in Ucraina ha infatti dimostrato come le tensioni geopolitiche possano trasmettersi molto rapidamente ai mercati energetici europei, producendo effetti significativi e duraturi sui prezzi del gas, sull'inflazione e sull'intera attività economica, con conseguenze concrete anche sulla vita quotidiana delle persone.

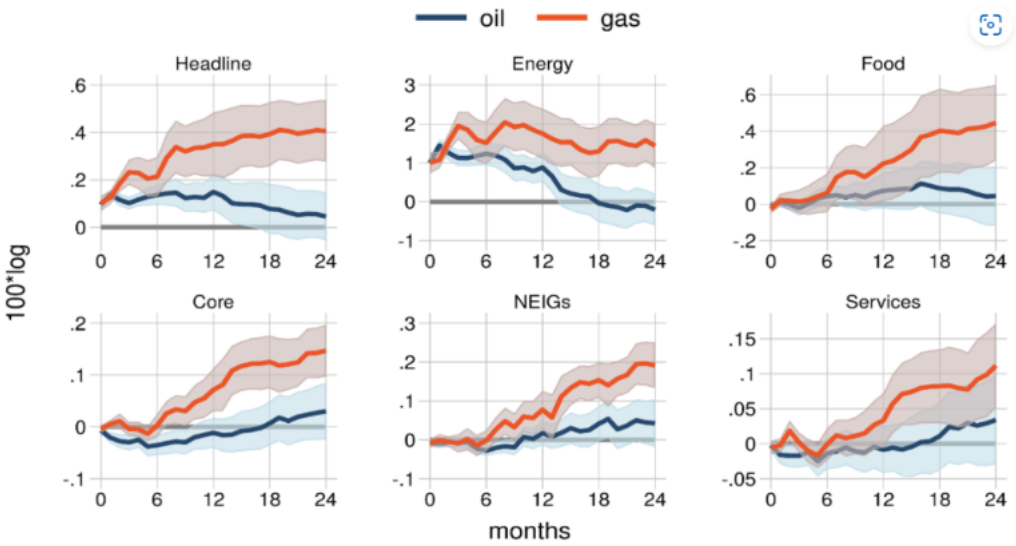
2.3 Differenze tra gli shock petroliferi e gli shock del gas naturale

Gli effetti degli shock di offerta di petrolio differiscono significativamente da quelli generati dagli shock di offerta di gas naturale. La rappresentazione grafica evidenzia come la trasmissione delle variazioni dei prezzi energetici all'inflazione cambi notevolmente in base ai diversi settori industriali colpiti e in funzione del contesto macroeconomico in cui si verifica lo shock. A tale proposito, occorre evidenziare alcune importanti differenze tra i due recenti episodi geopolitici. Durante le recenti tensioni del Medio Oriente, le quotazioni del Brent e del TTF[3] sono aumentate, pur rimanendo al di sotto dei livelli straordinari registrati durante

[3] Brent e TTF rappresentano i principali benchmark di riferimento per il prezzo internazionale del petrolio e per il prezzo del gas naturale in Europa.

la crisi energetica legata all'invasione russa dell'Ucraina. Inoltre, l'episodio del 2026 presenta una natura chiaramente riconducibile al lato dell'offerta, poiché si verifica in un contesto caratterizzato da una crescita debole dell'area euro. Ciò contrasta con quanto avvenuto nel 2021-22, quando gli shock energetici sono arrivati durante la forte ripresa economica post-pandemica, alimentando il dibattito sul ruolo relativo dei fattori di domanda e di offerta.

Figura 2.1: Passaggio degli shock petroliferi e del gas agli aggregati speciali dell'Indice Armonizzato dei Prezzi al Consumo (HICP)



Fonte: Corsello e Foschi (2026)

La figura 2.1, trattata da Corsello e Foschi (2026), confronta gli effetti di uno shock di offerta del petrolio e di uno shock di offerta del gas naturale sulle diverse componenti dell'inflazione nell'area Euro. La linea blu rappresenta lo shock petrolifero, mentre la linea arancione mostra lo shock del gas naturale. Il periodo di osservazione si estende per 24 mesi successivi all'evento. Per consentire un confronto diretto tra i due shock, entrambi sono stati normalizzati in modo da generare inizialmente un aumento dell'1% dell'inflazione energetica. Tale procedura consente di confrontarne i rispettivi meccanismi di trasmissione a partire

da uno shock iniziale della stessa entità. Le aree ombreggiate rappresentano gli intervalli di confidenza delle stime effettuate. Dal raffronto emerge che gli shock petroliferi tendono a produrre effetti più immediati ma meno persistenti sulla componente energetica dell'inflazione, mentre il loro impatto sulle componenti non energetiche risulta più contenuto. Ciò è riconducibile al fatto che le variazioni del prezzo del petrolio si riflettono rapidamente sui prezzi dei carburanti e di conseguenza sul settore dei trasporti. Al contrario, lo shock del gas naturale si trasmette più gradualmente attraverso canali diretti più lenti, ma determina una propagazione più ampia e persistente sull'inflazione alimentare, sull'inflazione core, sui beni industriali non energetici (NEIGs) e sui servizi. Il gas naturale rappresenta infatti un importante input produttivo per numerosi settori dell'economia e l'aumento del suo costo può quindi propagarsi più lentamente ma in maniera più diffusa alle componenti non energetiche dell'inflazione. Dall'analisi di Corsello e Foschi (2026) emerge che l'impatto macroeconomico degli shock energetici varia in funzione della loro natura e della struttura dei mercati, influenzando in modo diverso sia l'intensità sia la durata degli effetti inflazionistici.

Capitolo 3
IMPLICAZIONI PER LA POLITICA MONETARIA

3.1 Inflazione e obiettivo di stabilità dei prezzi

L'obiettivo della stabilità dei prezzi, generalmente identificato con un tasso di inflazione prossimo al 2%, viene condiviso dalla maggior parte delle principali banche centrali delle economie avanzate, tra cui la Banca Centrale Europea (BCE), la Federal Reserve (FED) e la Bank of England (BoE). Come spiega Alessandrini (2021, p.141-142), la scelta di perseguire un tasso di inflazione leggermente positivo, anziché pari a zero, deriva dalla consapevolezza che il completo azzeramento dell'inflazione rappresenterebbe un obiettivo non solo illusorio, in quanto difficile da realizzare, ma anche potenzialmente controproducente. Un obiettivo pari a zero richiederebbe infatti l'ipotesi irrealistica che su tutti i prodotti non ci fossero aumenti di prezzo, oppure che gli aumenti registrati in alcuni settori fossero perfettamente compensati dalla diminuzione dei prezzi in altri. Quest'ultima osservazione potrebbe tuttavia determinare fenomeni deflazionistici in alcune sezioni o aree geografiche, compromettendo l'efficacia della politica monetaria. Inoltre, la presenza di rigidità dei prezzi verso il basso ostacolerebbe tale processo di compensazione, rendendo ancora più difficile il raggiungimento di un'inflazione esattamente pari a zero. Al contrario, devono essere considerati i vantaggi di stabilizzare il tasso di inflazione a un livello di poco superiore allo zero. Innanzitutto, le aspettative di un graduale aumento del livello generale dei prezzi stimolano e favoriscono gli investimenti, poiché le imprese sanno di poter recuperare tali costi nel tempo. In secondo luogo, tale livello di inflazione garantisce alle banche centrali lo spazio di manovra necessario per ridurre i tassi in caso di recessione o di un forte rallentamento dell'attività economica. In questa prospettiva, la stabilità dei prezzi non coincide con l'assenza totale di inflazione,

bensì con un equilibrio dinamico, capace di accompagnare e sostenere lo sviluppo economico nel medio periodo senza comprometterne la stabilità complessiva.

3.2 La risposta della BCE

Il Consiglio direttivo rappresenta il principale organo decisionale della BCE. Esso è costituito da sei membri del Comitato esecutivo e dai governatori delle Banche Centrali Nazionali dei paesi dell'area euro. Ogni sei settimane tale Consiglio si riunisce per valutare gli andamenti economici e assumere le decisioni di politica monetaria ritenute più adeguate sulla base delle analisi svolte. L'11 giugno del 2026, la BCE ha ribadito il proprio impegno a definire la politica monetaria in modo da assicurare che l'inflazione si stabilizzi sull'obiettivo del 2% nel medio termine. In quest'ottica, il Consiglio direttivo ha deciso di innalzare di 25 punti base i tre tassi di interesse europei di riferimento: il tasso di interesse sui depositi presso la Banca Centrale, il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principale e il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, portandoli rispettivamente al 2,25%, al 2,40% e al 2,60%, con effetti dal 17 giugno del 2026. La decisione di innalzare i tassi di interesse è attribuita principalmente all'intensificarsi del conflitto in Medio Oriente. Infatti, il crescente livello di tensione geopolitica ha generato nuove pressioni inflazionistiche, soprattutto attraverso l'aumento dei prezzi dell'energia, rendendo necessario un orientamento di politica monetaria maggiormente restrittivo. La BCE ha inoltre sottolineato che tale decisione risulta coerente con una serie di scenari che delineano le possibili evoluzioni del conflitto e i relativi effetti sulle prospettive economiche dell'area euro nel medio termine. Nello scenario di base elaborato dagli esperti dell'Eurosistema, l'inflazione complessiva dovrebbe collocarsi in media al 3,0% nel 2026, al 2,3% nel 2027 e al 2,0% nel 2028. L'inflazione di fondo, cioè quella al netto della componente energetica e alimentare è invece prevista in media al 2,5% nel 2026 e nel 2027 e al 2,2% nel 2028. Rispetto alle proiezioni formulate nel

marzo del 2026, il Consiglio direttivo ha rivisto al rialzo le stime dell'inflazione per il biennio successivo, principalmente a causa della prevista traiettoria più elevata dei prezzi dell'energia, destinata a trasmettersi, almeno in parte, anche ai prezzi degli alimentari, dei beni e dei servizi. Per quanto riguarda la crescita economica, il prodotto interno lordo (PIL) dell'area euro dovrebbe aumentare in media dello 0,8% nel 2026, dell'1,2% nel 2027 e dell'1,5% nel 2028. Si tratta di una revisione al ribasso rispetto alle precedenti proiezioni, che riflette gli effetti del conflitto sui mercati delle materie prime, sui redditi reali delle famiglie e sul clima di fiducia degli operatori economici. Dunque, le prospettive economiche restano ancora incerte, con rischi al rialzo per l'inflazione e rischi al ribasso per la crescita economica. Le implicazioni complessive della guerra dipenderanno principalmente dall'intensità e dalla durata dello shock sui prezzi dell'energia, nonché dalla portata dei suoi effetti indiretti e di secondo impatto. Con le decisioni adottate nella riunione dell'11 giugno 2026, la BCE ritiene di trovarsi in una posizione favorevole per affrontare l'incertezza causata dalla guerra. Per definire l'orientamento e le decisioni di politica monetaria adeguate, il Consiglio direttivo continuerà a monitorare attentamente l'evoluzione del conflitto, adottando un approccio basato sui dati, con il quale le decisioni verranno assunte di volta in volta nel corso di ciascuna riunione. Ciò implica che la BCE non si impegni preventivamente su un percorso prestabilito dei tassi di interesse, ma basi le proprie decisioni sull'evoluzione dei dati economici e finanziari disponibili. Il passaggio alla cosiddetta *data dependence* trova origine nella revisione della strategia di politica monetaria adottata nel luglio 2021 e si è consolidato con il ciclo di rialzi dei tassi iniziato nel 2022. In tale contesto, la BCE ha progressivamente abbandonato un

approccio di *forward guidance*[4] prevalentemente di tipo *Odyssean*[5], fondata sull'impegno a mantenere condizioni monetarie accomodanti, per adottare una *forward guidance* di tipo *Delphic*[6], basata sulla comunicazione delle proprie valutazioni sulle prospettive economiche, con decisioni future strettamente legate all'evoluzione dei dati.

3.3 La risposta della FED e BoE

Come evidenziato da Alessandrini (2021 p.138-139), gli obiettivi posti dalla FED differiscono sensibilmente da quelli della BCE. Infatti, la FED opera sulla base di un mandato più ampio in quanto può scegliere di perseguire simultaneamente tra più obiettivi, senza esplicite indicazioni di priorità, di quantificazione e di tempi di realizzazione. In base al Federal Reserve Act del 1913[7], gli obiettivi fondamentali sono il massimo livello di occupazione, la stabilità dei prezzi e la moderazione della volatilità dei tassi di interesse a lungo termine. Successivamente, con l'Humphrey-Hawkins Act del 1978[8], il mandato della Banca Centrale è stato ulteriormente ampliato, includendo il sostegno alla crescita economica, la stabilità del sistema finanziario e la stabilità del tasso di cambio.

[4] Le *forward guidance* rappresentano uno strumento di comunicazione adottato dalla BCE volto a influenzare le aspettative e le decisioni degli operatori economici riguardo al futuro orientamento della politica monetaria.

[5] Il termine *Odyssean* richiama la figura di Ulisse all'interno dell'Odissea, il quale si fece legare all'albero maestro della nave per resistere al canto delle sirene. L'analogia evidenzia l'impegno della BCE a seguire un determinato orientamento di politica monetaria.

[6] Il termine *Delphic* richiama l'oracolo di Delfi, il quale forniva previsioni sul futuro senza assumere alcun impegno a determinare gli esiti. L'analogia evidenzia il comportamento della BCE di assumere decisioni di politica monetaria senza vincolarsi a un percorso prestabilito.

[7] Il Federal Reserve Act del 23 dicembre 1913 rappresenta la legge istitutiva del Federal Reserve System.

[8] Il Full Employment and Balanced Growth Act (Humphrey-Hawkins Act) del 27 ottobre 1978 amplia il mandato della Federal Reserve.

Quest'ampia gamma di obiettivi, in assenza di vincoli gerarchici espliciti, conferisce alla FED un'elevata autonomia operativa, con il non trascurabile vantaggio di svincolare la propria reputazione della valutazione sul raggiungimento di un singolo obiettivo. La BCE, al contrario, opera all'interno di un quadro normativo più vincolante, definito dal Trattato di Maastricht del 1992 [9]. Quest'ultimo attribuisce al Sistema Europeo delle Banche Centrali (SEBC) il compito prioritario di garantire la stabilità dei prezzi, obiettivo rispetto al quale la BCE non dispone di alcun margine di discrezionalità. Solo fatto salvo il perseguimento della stabilità dei prezzi, la BCE è chiamata a sostenere gli obiettivi generali dell'Unione europea, tra cui una crescita economica sostenibile e non inflazionistica, l'attenuazione degli squilibri territoriali, un elevato livello di occupazione e la stabilità dell'intero sistema finanziario. Il Federal Open Market Committee (FOMC) rappresenta il principale organo decisionale della FED in materia di politica monetaria. Al termine della riunione di due giorni svoltasi il 16-17 giugno del 2026, il comitato ha deciso all'unanimità, con 12 voti a favore e nessun voto contrario, di mantenere invariato il target range[10] per i tassi di interesse nell'intervallo compreso tra il 3,50% e il 3,75%. Tale decisione è stata motivata dalla resilienza dell'economia statunitense che ha continuato a registrare una crescita economica sostenuta. Allo stesso tempo, l'aumento dell'occupazione ha tenuto il passo con l'espansione della forza lavoro, mentre il tasso di disoccupazione è rimasto pressoché invariato nonostante il persistere di un elevato livello di inflazione e di incertezza legato alle tensioni geopolitiche in Medio Oriente. Nove dei diciannove membri del FOMC, pari a quasi la metà del Comitato di politica monetaria della Federal Reserve, hanno espresso dubbi sulla possibilità

[9] Trattato sull'Unione europea, firmato il 7 febbraio 1992 ed entrato in vigore il 1º novembre 1993, definisce il quadro istituzionale dell'Unione Europea.

[10] Il target range della FED rappresenta l'intervallo obiettivo per il tasso di interesse sui prestiti overnight tra le banche.

che il semplice mantenimento dei tassi di interesse agli attuali livelli sia sufficiente a riportare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%. Secondo tali membri, nel corso dell'anno sarà necessario un aumento dei tassi di interesse in maniera tale da contenere le spinte inflazionistiche generate dal conflitto nel Medio Oriente. Inoltre, sei dei diciannove membri del FOMC, pari a quasi un terzo del Comitato di politica monetaria della FED, ritengono che nel corso dell'anno sia necessario un aumento dei tassi di interesse superiore a 25 punti base. Al contrario, otto membri ritengono opportuno mantenere i tassi invariati, mentre uno solo prevede un singolo taglio dei tassi. Un ulteriore membro del comitato non ha espresso alcuna indicazione riguardo al futuro percorso dei tassi di interesse. Contestualmente, i funzionari della FED hanno rivisto al rialzo le proprie previsioni macroeconomiche, portando la stima dell'inflazione per il 2026 al 3,6% e quella dell'inflazione di fondo, al 3,3%. Nelle proiezioni pubblicate in occasione della riunione di marzo, entrambe le misure erano invece attese al 2,7%, evidenziando un significativo peggioramento delle prospettive inflazionistiche. Per quanto riguarda la crescita economica, le previsioni sul PIL sono state riviste al ribasso di 0,2 punti percentuali rispetto a marzo, mentre il tasso di disoccupazione atteso è stato corretto al ribasso di 0,1 punti percentuali. Un ulteriore elemento di rilievo riguarda l'insediamento del nuovo presidente della Federal Reserve, Kevin Warsh, il quale, in occasione della sua prima riunione alla guida della banca centrale, ha annunciato l'abbandono della *forward guidance* e l'istituzione di cinque *task force* con l'obiettivo di rivedere e riformare diversi aspetti del funzionamento della FED.

La Banca Centrale del Regno Unito, meglio conosciuta come Bank of Enlgand (BoE), possiede un mandato analogo a quello della BCE. In base al Bank of England Act del 1998[11], l'obiettivo prioritario consiste nel mantenimento della

[11] Il Bank of England Act del 23 aprile 1998 ha reso indipendente la Bank of England nella conduzione della politica monetaria.

stabilità dei prezzi, individuato in un tasso di inflazione del 2%; solo subordinatamente al conseguimento di tale obiettivo la banca centrale è chiamata a sostenere la politica economica del Governo, inclusi gli obiettivi di crescita economica e occupazione. Il Monetary Policy Committee (MPC) rappresenta il principale organo decisionale della BoE ed è composto da nove membri. In occasione della riunione del 17 giugno 2026, convocata in risposta all'intensificarsi delle tensioni in Medio Oriente, il Comitato ha deciso con una maggioranza di sette voti contro due di mantenere invariato il Bank Rate[12] al 3,75%. Soltanto due membri hanno votato a favore di un aumento di 25 punti base, che avrebbe portato il tasso di riferimento al 4%. Nel corso della riunione è stato evidenziato come i prezzi dell'energia, pur rimanendo su livelli elevati e caratterizzati da una forte volatilità, abbiano registrato una diminuzione rispetto alla precedente riunione. La Bank of England ha ribadito che la politica monetaria non è in grado di influenzare direttamente i prezzi dell'energia, ma può contribuire a garantire che il processo di aggiustamento dell'economia avvenga in modo coerente con il raggiungimento dell'obiettivo di inflazione del 2% nel medio termine. Inoltre, è stato ribadito che l'orientamento della politica monetaria dipenderà pertanto dall'intensità e dalla durata dello shock energetico, nonché dalla misura in cui esso si trasmetterà al resto dell'economia. L'inflazione misurata attraverso l'Indice dei Prezzi al Consumo (IPC) è diminuita al 2,8% rispetto alla riunione precedente, sebbene la BoE preveda un nuovo incremento nel corso dell'anno, in conseguenza del progressivo trasferimento degli aumenti dei prezzi dell'energia agli altri comparti dell'economia. Il Comitato ha inoltre sottolineato che il rischio di effetti di secondo impatto, derivanti dalla trasmissione degli aumenti dei costi energetici ai prezzi e

[12] Il Bank Rate della BoE rappresenta il tasso di riferimento applicato ai prestiti concessi alle banche commerciali.

ai salari, cresce quanto più a lungo persistono prezzi dell'energia elevati. Allo stesso tempo, il graduale raffreddamento del mercato del lavoro e i segnali di rallentamento dell'attività economica potrebbero contribuire a contenere le pressioni inflazionistiche. Inoltre, i tassi di interesse sostenuti da famiglie e imprese rimangono superiori ai livelli precedenti al conflitto, contribuendo a ridurre progressivamente le pressioni inflazionistiche. Tenendo conto dell'insieme dei rischi che caratterizzano le prospettive economiche, il Comitato ha pertanto ritenuto opportuno mantenere invariato il Bank Rate. La BoE ha infine ribadito che continuerà a monitorare attentamente l'evoluzione del conflitto in Medio Oriente e la trasmissione dei suoi effetti all'economia, confermando la propria disponibilità ad adottare tutte le misure necessarie affinché l'inflazione converga stabilmente verso l'obiettivo del 2% nel medio termine.

3.4 Considerazioni sulla politica monetaria

Le decisioni adottate dalle principali Banche Centrali, tra cui la Banca Centrale Europea, la Federal Reserve e la Bank of England, evidenziano come il conflitto in Medio Oriente abbia rappresentato un nuovo elemento di incertezza per le prospettive economiche mondiali. Nonostante le tre banche centrali abbiano adottato decisioni differenti in tema di politica monetaria, tutte hanno riconosciuto che l'aumento dei prezzi dell'energia (dovuto principalmente alla crescita delle quotazioni del Brent, alimentata dal timore di possibili interruzioni dell'offerta petrolifera e del traffico marittimo attraverso lo Stretto di Hormuz) rappresenta un potenziale rischio per il processo di rientro dell'inflazione verso l'obiettivo del 2% nel medio termine. Le differenti scelte intraprese, sono riconducibili alle diverse condizioni macroeconomiche delle rispettive economie e ai differenti mandati istituzionali delle banche centrali. La BCE ha scelto di muoversi fin da subito aumentando i tassi di interesse di 25 punti base, temendo che il caro energia possa trasmettersi rapidamente ai prezzi dei beni e dei servizi attraverso effetti indiretti e

di secondo impatto. Al contrario, la Federal Reserve ha preferito attendere e raccogliere ulteriori informazioni prima di assumere decisioni in tema di politica monetaria, evidenziando la forte solidità dell'economia statunitense e del mercato del lavoro. Analogamente alla FED, anche la Bank of England ha deciso di mantenere invariato il livello dei tassi, sottolineando tuttavia la necessità di monitorare attentamente l'evoluzione dello shock energetico e i possibili effetti sulla dinamica dei prezzi e dei salari. Un elemento comune emerso dalle decisioni delle tre banche centrali riguarda proprio l'elevata incertezza che caratterizza l'attuale scenario internazionale. In tutti i casi analizzati, le autorità monetarie hanno ribadito che le future decisioni dipenderanno principalmente dall'evoluzione dei dati macroeconomici, dall'andamento dell'inflazione e dalla persistenza delle tensioni geopolitiche. Ciò conferma come, in presenza di shock di natura geopolitica, la politica monetaria debba mantenere un approccio flessibile e orientato ai dati, evitando di impegnarsi preventivamente su un percorso prestabilito dei tassi di interesse. In conclusione, pur partendo da strumenti operativi e mandati differenti, la priorità assoluta per tutti resta una sola: difendere e garantire la stabilità dei prezzi nel medio periodo.

CONCLUSIONI

Al termine del lavoro di ricerca è stato possibile trovare alcune risposte in merito alla domanda fondamentale che ha guidato l'intero elaborato, "in che modo gli shock energetici generati dalle tensioni geopolitiche hanno influenzato l'inflazione e le decisioni delle banche centrali?". L'analisi, infatti, dimostra come il rischio geopolitico rappresenti oggi un fattore fondamentale per la guida del processo inflazionistico attraverso il canale degli shock energetici. Allo stesso tempo, si è potuto osservare come le principali banche centrali, pur adottando strategie ben differenti, abbiano cercato di procedere con cautela, assumendo di volta in volta le proprie decisioni di politica monetaria in base all'evoluzione del contesto economico. La Banca Centrale Europea ha scelto un orientamento più restrittivo, tramite un aumento dei tassi di interesse, mentre la Federal Reserve e la Bank of England hanno optato per un approccio più prudente, preferendo lasciare invariati i propri strumenti, per lo meno nel breve periodo. In conclusione, si ritiene opportuno sottolineare un limite riscontrato nel corso dell'analisi: la sola politica monetaria, per quanto efficace e potente, non è sempre sufficiente a contrastare gli shock energetici. Per questo motivo, appare sempre più necessario affiancare interventi di politica economica complementari, volti a ridurre la dipendenza energetica e a rendere il sistema economico più stabile. L'obiettivo non è tanto raggiungere una piena autonomia energetica, difficilmente realizzabile dai singoli Stati, quanto piuttosto ridurre la vulnerabilità del sistema economico rispetto alle dinamiche esterne. Di conseguenza, diventa fondamentale la capacità delle politiche economiche e monetarie di adattarsi tempestivamente ai cambiamenti e di agire entrambe in modo unitario, al fine di garantire una maggiore resilienza nel medio periodo.

BIBLIOGRAFIA

Adolfsen J. F., Ferrari Minesso M., Mork J. E., Van Robays I. (2024). *Gas price shocks and euro area inflation*, ECB Working Paper Series, n. 2905.

Alessandri P., Gazzani A. (2023). *Natural gas and the macroeconomy: Not all energy shocks are alike*, Banca d'Italia, Working Paper n. 1428.

Alessandrini P. (2021). *Economia e politica della moneta*, Bologna: Il Mulino.

Bank of England (2026). *Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 17 June 2026*, Bank of England.

Bondarenko Y., Kang N., Lewis V., Schüler Y., Rottner M. (2026). *Geopolitical risk in the euro area: Measurement and transmission*, Discussion Paper n. 14/2026, Deutsche Bundesbank.

Caldara D., Iacoviello M. (2022). *Measuring Geopolitical Risk*, American Economic Review, Vol. 112, 1194–1225.

Corsello F., Foschi A. (2026). *The different effects of oil and gas supply shocks on euro-area inflation*, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 1024, Banca d'Italia.

European Central Bank (2026). *Monetary policy decisions, 11 June 2026.*

Il Sole 24 Ore (2026). *La Federal Reserve lascia i tassi d'interesse al 3,50-3,75% in linea con le stime*, articolo online.

Kilian L. (2009). *Not All Oil Price Shocks Are Alike: Disentangling Demand and Supply Shocks in the Crude Oil Market*, American Economic Review, Vol. 99(3), 1053–1069.

SITOGRAFIA

bankofengland.co.uk

cepr.org

ecb.europa.eu

federalreserve.gov

federalreservehistory.org