



UNIVERSITÀ POLITECNICA DELLE MARCHE
FACOLTÀ DI ECONOMIA “GIORGIO FUÀ”

Corso di Laurea triennale in Economia e Commercio

**GLI EFFETTI DELLA GUERRA RUSSO-UCRAINA
SULL’INFLAZIONE E SULLA POLITICA MONETARIA
DELLA BCE**

**THE IMPACT OF RUSSO-UKRAINIAN WAR ON INFLATION
AND ECB MONETARY POLICY**

Relatrice:

Prof.ssa Giulia Bettin

Rapporto Finale di:

Nicola Foglia

Anno Accademico 2021/2022

A chi mi ha supportato con un sorriso,

una parola

o un finanziamento a fondo perduto

INDICE

Introduzione	7
Capitolo 1 INFLAZIONE: CONOSCERE IL FENOMENO	9
1.1 Inflazione e deflazione: due facce della stessa medaglia	9
1.2 Inflazione: l'IPCA e gli altri indici di misura	10
1.3 Inflazione: un fenomeno monetario	17
1.4 Inflazione: aspettative e costi	20
Capitolo 2 BCE: RAGGIUNGERE LA STABILITA' DEI PREZZI	25
2.1 BCE: strategy review	25
2.2 BCE: meccanismo di trasmissione e strumenti convenzionali	29
2.3 BCE: risposta alle nuove sfide	35
Conclusioni	43
Bibliografia	45
Sitografia	47

INTRODUZIONE

Con il termine inflazione si indica l'aumento progressivo del livello medio dei prezzi e quindi, a parità dei redditi, un deterioramento del potere di acquisto dei soggetti economici. Essa è espressa in forma di variazione percentuale, calcolata per l'Italia dall'Istituto nazionale di statistica (Istat) e per l'eurozona dall'Eurostat, utilizzando l'Indice dei Prezzi al Consumo Armonizzato per i Paesi dell'Unione Europea (IPCA). Data la rilevanza di tale indicatore, che fornisce anche informazioni sullo stato di salute di un'economia, l'inflazione è stata ed è tuttora al centro di studi macroeconomici e di politica monetaria: molteplici sono infatti le cause che provocano un aumento o una diminuzione del livello medio generale dei prezzi (si tratterebbe in questo caso di inflazione negativa, chiamata deflazione), sia che si tratti di shock di offerta o di domanda, sia che questi siano a loro volta determinati da politiche fiscali o monetarie. L'inflazione assume dunque i contorni di un fenomeno economico estremamente rilevante, ma volatile e prevedibile solo parzialmente, e dunque l'*inflation targeting*, che comporta il raggiungimento di un tasso di inflazione programmato, è spesso uno degli obiettivi che le varie banche centrali si prefiggono, oppure l'unico, come nel caso della Banca Centrale Europea (BCE).

Questo elaborato si pone l'obiettivo di fornire un'analisi generale del fenomeno ed è diviso in due capitoli. Nel primo si darà una definizione più estesa del termine inflazione attraverso l'illustrazione delle modalità di calcolo dei vari indici, passando poi alle cause che provocano una variazione del livello medio dei prezzi ed infine agli effetti che ne scaturiscono. Nel secondo capitolo, invece, si tratterà l'inflazione dal

punto di vista della BCE: quali sono state le motivazioni dietro la scelta di fissare l'obiettivo al 2% nel medio periodo nel 2021, e quali sono gli strumenti che la stessa Banca Centrale Europea adotta per perseguirlo. In ultimo si calerà l'analisi nel contesto attuale, andando ad illustrare le caratteristiche dell'inflazione odierna e le manovre adottate per contrastarla.

Capitolo 1

INFLAZIONE: CONOSCERE IL FENOMENO

1.1 Inflazione e deflazione: due facce della stessa medaglia

“Inflazione” è il termine utilizzato per descrivere un aumento generalizzato e persistente nel tempo dei prezzi di beni e servizi di un determinato paniere: questo dovrà essere sufficientemente grande e aggiornato in modo da riflettere le abitudini di consumo della popolazione di riferimento affinché l’indice sia rilevante. Fondamentale è inoltre la continuità temporale del fenomeno: scostamenti dal livello “normale” che rientrano velocemente non dovrebbero essere infatti considerati. Un aumento dei prezzi equivale ad una perdita nel valore reale della moneta: con la stessa quantità sarà possibile, infatti, acquistare un corrispettivo minore dei beni e dei servizi del paniere di riferimento, seppure il suo valore nominale sia rimasto immutato. Si può quindi immaginare una situazione (che non si discosta molto dalla realtà odierna) in cui i soggetti economici, a fronte di un reddito invariato, subiscano una diminuzione del potere di acquisto a causa dell’inflazione e di conseguenza (sempre *ceteris paribus*) manifestino una contrazione dei consumi, senza un aumento degli investimenti. Si comprende dunque come un aumento dei prezzi fuori controllo causi dei gravi danni alle economie e la necessità delle Banche Centrali di prestare particolare attenzione al fenomeno.

Come si è visto l’inflazione può essere causa di crisi; non bisogna però sottovalutare la situazione opposta, ovvero una diminuzione dei prezzi, che configura

il fenomeno della deflazione. In questo caso, infatti, è sì vero che i soggetti economici avrebbero dalla loro una crescita del potere di acquisto data dall'aumento del valore reale della moneta, ma analizzando le cause che provocano questi fenomeni ci si accorge che la deflazione è tanto problematica quanto l'inflazione. Nel caso infatti di inflazione da domanda, ovvero una richiesta di beni che l'offerta non può soddisfare, alcuni acquirenti saranno disposti a pagare di più per lo stesso bene e si avrà una diminuzione del potere di acquisto che certamente non farà piacere; tuttavia, un aumento di quest'ultimo per la situazione opposta, e dunque per un'offerta di beni maggiore della domanda degli stessi, è tipico delle fasi di crisi del sistema economico, caratterizzate da un aumento della disoccupazione e dalla recessione. La deflazione non è dunque meno pericolosa di un'inflazione non controllata, ma più subdola; in quest'ottica va considerata la volontà della BCE di trovarsi in uno scenario ad inflazione bassa, ma comunque positiva, perché quest'ultima è maggiormente controllabile attraverso manovre di politica monetaria e contemporaneamente scongiurerebbe una diminuzione dei prezzi.

1.2 Inflazione: l'IPCA e gli altri indici di misura

Come anticipato nel paragrafo precedente, il termine inflazione fa riferimento all'aumento generalizzato e persistente del livello dei prezzi di beni e servizi di un determinato paniere: sarebbe infatti impossibile calcolare tale indice senza restringere il campo di analisi ad un insieme limitato, che dovrà però contenere un *range* di prodotti, ciascuno con uno specifico peso, definito sulla base delle abitudini di spesa sostenute dalle famiglie. La formula classica con cui viene presentato il fenomeno,

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

indica con π_t l'inflazione attuale, il livello dei prezzi dell'anno in corso con P_t , e quello dell'anno precedente con P_{t-1} ; essa non fa riferimento, però, all'uso di un aggregato di beni specifico, di cui considerare i prezzi, data l'ovvia difficoltà di estendere il calcolo all'economia nel suo insieme. Dato l'obiettivo del paniere (rispecchiare la struttura dei consumi della popolazione e permettere il calcolo dell'indice) questo viene aggiornato frequentemente tenendo conto dei mutamenti nei comportamenti di acquisto; nel corso del tempo sono quindi esclusi dei beni ed inclusi degli altri, così come è aggiornato il loro peso. È importante premettere che l'Istat si occupa della produzione e pubblicazione di vari indici dei prezzi, che l'elaborato tratterà brevemente in seguito e che si differenziano tra loro nella composizione del paniere e della famiglia-soggetto di riferimento. Tra questi, però, l'IPCA assume una rilevanza centrale poiché permette la comparabilità dei dati tra i vari paesi dell'Unione Europea, essendo calcolato secondo regole comuni per la ponderazione dei beni, che al tempo stesso però tengono conto delle particolarità nazionali; tale indice è inoltre utilizzato nella verifica dei requisiti di accesso dei Paesi all'Unione monetaria. Prima di trattare più nel dettaglio la metodologia di calcolo è necessario specificare che lo stesso IPCA utilizza indici a catena del tipo Laspeyres in cui sia il paniere sia il sistema dei pesi sono aggiornati a dicembre di ogni anno nel corso delle attività di ribasamento.

L'indice di Laspeyres è il principale indice a base fissa utilizzato per misurare la variazione nei volumi o nei prezzi di determinati aggregati. Dunque, se si vorrà

calcolare l'aumento dei prezzi di un paniere tra l'anno 0 ovvero l'anno base e il periodo t, l'equazione sarà

$$I_L = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^m q_{i0} p_{it}}{\sum_{i=1}^m q_{i0} p_{i0}}$$

dove m è il numero dei beni contenuti nel paniere, q_{i0} è la quantità acquistata del bene i nell'anno base, p_{i0} il suo prezzo nello stesso anno e p_{it} il suo prezzo nel periodo t ; mentre al denominatore si trova la spesa sostenuta per l'acquisto del paniere nell'anno 0, il numeratore esprime la spesa che si sosterebbe nell'anno t comprando le stesse quantità di beni. Ovviamente un risultato maggiore di 100 implica un aumento dei prezzi tra i due periodi in esami e quindi inflazione, al contrario un risultato minore di 100 corrisponde ad una diminuzione degli stessi e alla deflazione. Seppure sia il più utilizzato, l'indice di Laspeyres non è il solo indice a base fissa degno di nota: un modo alternativo per calcolare la variazione dei prezzi di un paniere è attraverso l'indice di Paasche espresso nell'equazione

$$I_P = 100 \times \frac{\sum_{i=1}^m q_{it} p_{it}}{\sum_{i=1}^m q_{it} p_{i0}}$$

in cui, a differenza della precedente, le quantità di beni di riferimento sono quelle acquistate nell'anno t . Entrambi sono però caratterizzati da alcune problematiche: l'indice di Laspeyres, considerando come aggregato di riferimento quello dell'anno 0 e mantenendolo costante, tende a sovrastimare l'inflazione poiché non tiene conto dell'effetto sostituzione ovvero del fatto che le persone, trovandosi di fronte ad un bene sostituto, scelgano quest'ultimo perché più economico, andando a limitare l'incremento della spesa. Al contrario l'indice di Paasche sottostimerà l'inflazione poiché considera le quantità dei beni nell'anno t , quando l'effetto sostituzione è già

avvenuto e la popolazione ha modificato i propri comportamenti di spesa. Se quindi questi due indici a base fissa tendono a produrre errori opposti nella valutazione, una possibile risoluzione è stata individuata dall'economista Irving Fisher tramite la creazione dell'omonimo indice, che si presenta come media geometrica dei precedenti due:

$$I_F = \sqrt{I_L \times I_P}$$

In aggiunta alle sopracitate problematiche, è evidente come un indice a base fissa non possa tenere conto, facendo riferimento ad un unico paniere ma a più periodi, dell'entrata o uscita dal mercato di beni. Contemporaneamente risulta incorretto considerare un aumento dei prezzi dovuto ad un miglioramento qualitativo del prodotto alla stregua degli altri, casistica che in contabilità nazionale è equiparata ad un aumento delle quantità ma che è tralasciata utilizzando un indice a base fissa. Con lo scopo di limare queste problematiche si utilizza la pratica del ribasamento, ovvero la modifica dell'anno base in ogni periodo, la revisione del paniere di prodotti e dei coefficienti di ponderazione e l'aggiornamento della copertura territoriale dell'indagine (difatti lo stesso aggregato limitato di beni oggetto del calcolo è estratto da una popolazione campione); in un indice di Laspeyres ciò vorrebbe dire che per ogni coppia di anni consecutivi, l'anno base è sempre quello iniziale.

Il procedimento di modifica dell'anno di riferimento in ogni periodo, utilizzato per avere un'approssimazione più corretta dell'aumento dei prezzi in lunghi intervalli di tempo, costituisce la base della creazione degli indici a catena, che proprio per questa caratteristica si differenziano dagli indici a base fissa, in cui l'anno base è mantenuto costante. Un indice dei prezzi concatenato può essere espresso attraverso la formula

$$I_C(0, t) = 100 \times \prod_{i=1}^t \frac{I(i-1, i)}{100} = 100 \times \frac{I(0,1)}{100} \times \frac{I(1,2)}{100} \times \dots \times \frac{I(t-1, t)}{100}$$

che esprime l'aumento percentuale dei prezzi per il periodo che va da 0 a t . Oltre a ciò, gli indici a catena hanno il vantaggio di evitare la necessità di rivedere all'indietro le serie storiche dell'indice ad ogni modifica dell'anno base, procedimento che sarebbe stato obbligatorio per rappresentare l'inflazione attraverso singoli indici a base fissa. Rappresentata dall'IPCA, infatti, come anticipato, essa è ottenuta dal concatenamento di indici di Laspeyres: per l'anno n si considererà dunque $I_C(n-1, n)$ e non un indice a base fissa riferito ad un ipotetico anno 0 sempre fisso.

L'Istat pubblica, oltre all'IPCA, altri due indici dei prezzi al consumo di grande rilevanza: l'indice Nazionale dei prezzi al consumo per l'Intera Collettività (NIC) e l'indice nazionale dei prezzi al consumo per le Famiglie di Operai e Impiegati (FOI). Il primo misura l'inflazione a livello dell'intero sistema economico, considerando la popolazione italiana come un'unica grande famiglia di consumatori, nonostante comportamenti molto eterogenei al suo interno; il secondo invece è riferito esclusivamente ai consumi delle famiglie che fanno capo ad un lavoratore dipendente (extragricolo) ed è utilizzato per le rivalutazioni monetarie, l'adeguamento cioè di valori come il canone di affitto, l'assegno dovuto al coniuge separato o il TFR. I tre indici hanno in comune la metodologia di calcolo, la rilevazione dei prezzi, la base territoriale e lo schema di classificazione dei vari beni all'interno del paniere. Per quanto riguarda le differenze, il NIC e il FOI si basano sullo stesso paniere (pur pesando diversamente gli elementi al suo interno) ma si riferiscono a popolazioni differenti e considerano i loro consumi finali, indipendentemente dal fatto che la

spesa sia a totale carico della famiglia o che Pubblica Amministrazione o istituzioni non aventi fini di lucro partecipino in misura parziale o per l'intera somma; al contrario l'IPCA, pur avendo in comune con il NIC la popolazione di riferimento, considera la spesa monetaria per consumi finali sostenuta esclusivamente dalle famiglie e lo stesso paniere esclude alcuni prodotti inclusi invece negli altri due, come la lotteria e il lotto. Seguendo la stessa logica di fondo nella pubblicazione del NIC e del FOI sono valutati sempre i prezzi pieni di vendita mentre l'IPCA prende in esame l'effettivo esborso del consumatore: verranno dunque analizzati in maniera differente per i tre indici prodotti detraibili come i medicinali e situazioni di riduzione temporanea del prezzo quali saldi, sconti e promozioni. Oltre ai vari indici dei prezzi al consumo vengono redatti dall'Istat anche indici dei prezzi alla produzione dell'industria e delle costruzioni: la spesa per l'acquisto della casa non è infatti compresa negli indici dei prezzi al consumo perché non considerata come tale ma come investimento; fra questi uno dei più importanti è certamente l'IPP, l'Indice dei Prezzi alla Produzione dei prodotti industriali, che si riferisce ai settori dell'estrazione di minerali, delle attività manifatturiere e della produzione e distribuzione di energia elettrica, acqua e gas e che misura le variazioni temporali dei prezzi che si formano nel primo stadio di commercializzazione.

Nell'analisi dell'inflazione un'importante chiave di lettura passa dalle variazioni congiunturali e tendenziali degli indici; la prima si ricava dalla formula

$$VAR_C = \frac{I_n}{I_{n-1}} \times CR \times 100 - 100$$

in cui I_n indica l'indice del mese n , I_{n-1} l'indice del mese immediatamente precedente e CR esprime il coefficiente di raccordo, una misura che è utilizzata nel calcolo se la

base di riferimento degli indici messi a confronto è diversa. La seconda rapporta invece l'indice del mese n dell'anno t e l'indice del corrispondente mese n dell'anno precedente $t-1$ e dunque si avrà l'equazione

$$VAR_T = \frac{I_{n,t}}{I_{n,t-1}} \times CR \times 100 - 100$$

Rilevanza è attribuita anche alla variazione media annua, che presenta metodologie di calcolo differenti a seconda riguardi il NIC e il FOI o l'IPCA: per i primi due si ottiene infatti dal rapporto tra l'indice dell'anno t e quello dell'anno precedente $t-1$, il tutto moltiplicato e poi sottratto di 100 e l'utilizzo del coefficiente di raccordo nella casistica in cui le basi di riferimento non siano le stesse; per il secondo, invece, nel rapporto, gli indici annuali sono sostituiti dalle corrispettive sommatorie degli indici mensili, mentre rimane invariata la restante parte.

Infine, tornando alla definizione inizialmente data al termine “inflazione”, ed in particolar modo al fatto che l'aumento del livello dei prezzi debba essere persistente e non volatile, si riscontra l'esigenza della BCE di creare indici che prestino specifica attenzione a questa problematica. Si parla dunque di inflazione di fondo (*underlying inflation*) per indicare una misura della stessa depurata delle sue componenti di volatilità a breve termine: essa viene costruita andando a restringere il paniere di riferimento ed escludendo proprio quei beni soggetti ad oscillazioni maggiori nei prezzi e in particolar modo quelli per cui solitamente l'inflazione provenga da shock dell'offerta. Aumenti di questo tipo sono infatti considerati disturbi, e rischiano di creare falsi allarmi, confondendo variazioni momentanee nei prezzi di alcuni beni con una crescita generalizzata degli stessi. Esempi di indici che cercando di stimare l'inflazione *core* sono l'HICPX (*Harmonised Index of Consumer Prices excluding*

energy and food) che copre circa il 70% del paniere dell'IPCA escludendo appunto energia e beni alimentari, fortemente soggetti a shock esogeni, o l'HICPXX, che oltre ai precedenti beni non considera neppure quelli inerenti ai viaggi e all'abbigliamento; al contrario di questi due indici, che operano restrizioni fisse del paniere, le *trimmed mean measures*, misure di media sfrondata, non prescindono da determinati beni a priori, ma mensilmente trascurano quelli con le maggiori e minori oscillazioni. Contrapposte alle *exclusion-based measures*, fin qui illustrate, ve ne sono altre come il Supercore della BCE e l'indice prociclo di Banca d'Italia che differenziano i beni in quelli per cui un aumento/diminuzione dei prezzi è dovuta alla fase economica di espansione/recessione e in quelli che invece sono indipendenti dal ciclo economico. In conclusione, per quanto queste misure debbano essere utilizzate dalla stessa BCE per comprendere correttamente gli sviluppi dell'inflazione e rispondere con le adeguate manovre di politica monetaria, per la definizione dell'obiettivo si è scelto di mantenere l'IPCA come riferimento per favorire una comunicazione chiara e trasparente.

1.3 Inflazione: un fenomeno monetario

Nel corso del tempo economisti e scuole di pensiero differenti hanno discusso le cause dell'inflazione, formulando teorie spesso contrastanti. Si parla di inflazione da domanda quando la richiesta di un determinato bene supera la sua offerta: in un'ottica di breve periodo ciò dovrebbe portare ad un aumento del prezzo di quel bene o servizio poiché alcuni individui saranno disposti a pagare di più per soddisfare i propri bisogni. Questa situazione dovrebbe essere successivamente riassorbita nel

medio-lungo termine aumentando l'offerta, con l'entrata nel mercato di nuovi produttori e un maggior impiego di forza lavoro. Tutto ciò è possibile in un'economia in cui vige la possibilità di concorrere e non è stata già raggiunta la piena occupazione. John Maynard Keynes, principale esponente dell'omonima scuola, considera dunque disoccupazione e inflazione due fenomeni agli antipodi poiché l'uno esclude l'altro: si avrà un aumento dei prezzi nel medio-lungo periodo solo nel caso vi sia una situazione di pieno impiego della forza lavoro e fattori esterni incidano sulla domanda del bene. Per Keynes il processo di inflazione non è messo in moto necessariamente da un'offerta di moneta maggiore della domanda della stessa, come teorizzato dalla scuola monetarista, bensì è sufficiente un aumento della sua velocità di circolazione (cioè del numero di volte che questa passa di mano in mano) per determinare una maggiore domanda di beni. Certo è che l'approccio keynesiano, non riuscì a spiegare invece la coesistenza di inflazione e disoccupazione negli anni '70 del secolo scorso in quella che viene definita stagflazione: le manovre di politica economica espansiva applicate ebbero perlopiù effetti negativi, non riuscendo a creare un numero soddisfacente di posti di lavoro e aggravando il trend inflattivo. La spiegazione che seguì individuò nella rigidità verso il basso dei salari e nell'aumento dei costi di approvvigionamento delle materie prime le cause del fenomeno: il presupposto di libero mercato non venne infatti rispettato per la presenza di cartelli alla base della catena produttiva e nelle negoziazioni contrattuali. A differenza della teoria keynesiana, per i monetaristi come Milton Friedman la causa dell'inflazione da domanda è riscontrata nell'eccessiva offerta di moneta: un minore o maggiore quantitativo influenza i consumi e quindi la domanda del bene; l'inflazione è considerata dunque un fenomeno prettamente monetario e controllabile dalle Banche

Centrali regolando l'offerta di base monetaria. Per evitare che queste introducessero nel sistema più moneta rispetto a quella che la domanda richiedesse, generando inflazione, e quindi per legare loro le mani, Friedman propose la *k-percent rule*, una regola monetaria fissa che avrebbe sancito l'aumento annuale dell'offerta di moneta di una percentuale costante, indipendentemente dal ciclo economico: i monetaristi credevano infatti che la domanda di moneta fosse prevedibile e dunque il controllo dell'offerta avrebbe permesso anche quello dell'inflazione. Oltre a ciò la domanda aggregata può comunque espandersi per via di maggiori acquisti del settore pubblico, così come per un deprezzamento del tasso di cambio che causi un aumento delle esportazioni.

L'inflazione può essere causata, inoltre, da un aumento dei costi di produzione a cui segue una minore offerta di beni: maggiori salari, maggiori costi di acquisto delle materie prime o la riduzione effettiva della capacità produttiva configurano il caso di inflazione da costi, situazione che si viene a creare spesso per fattori esogeni, quali pandemie e guerre, o per un maggiore carico fiscale imposto dai governi alle imprese. Anche rallentamenti nei processi produttivi possono causare una minore offerta di beni e quindi un prezzo maggiore degli stessi: un indice che individua proprio questi "colli di bottiglia" nella catena produttiva è stato creato dalla Federal Reserve e prende il nome di *Global supply chain pressure index*. Un aumento dei prezzi degli *input* può a sua volta essere causato da una loro maggiore domanda o minore offerta, così come da cartelli fra le imprese fornitrici degli stessi o, per quanto concerne la manodopera, da maggiori poteri contrattuali dei sindacati che determinino salari reali più elevati. Proprio di questo argomento, ed in particolare del ruolo che le aspettative

di inflazione esercitano nella contrattazione salariale, si tornerà a parlare nel paragrafo successivo.

Di fatto i fattori fin qui descritti possono causare un aumento del livello dei prezzi principalmente nel breve periodo, orizzonte temporale in cui le Banche Centrali attraverso le manovre sui tassi e l'offerta di base monetaria riescono ad operare limitatamente. Al contrario è invece possibile per le stesse controllare l'evoluzione dei prezzi sul più lungo periodo: è quindi corretto affermare, come sostenuto dai monetaristi, che l'inflazione sia un fenomeno monetario. Se, infatti, in un orizzonte temporale limitato il livello dei prezzi influisce sia sulla domanda aggregata che sull'offerta, ciò non è più valido se si estende la valutazione al lungo periodo dove quest'ultima è determinata solamente dallo *stock* di capitale, dalla produttività e dalla forza lavoro. Poiché il livello dei prezzi corrisponde al punto di equilibrio tra domanda aggregata e offerta aggregata, eventuali fattori che possano influenzare la prima risultano allora la chiave per spiegare il fenomeno dell'inflazione: è però lecito credere che elementi come maggiori esportazioni e aumenti della spesa pubblica non possano nel lungo periodo essere continuativi. Ed allora solamente una politica monetaria costantemente espansiva, attraverso l'aumento di base monetaria, può determinare nel lungo periodo aumenti costanti della domanda aggregata, e quindi dei prezzi.

1.4 Inflazione: aspettative e costi

In questo paragrafo verranno trattati gli effetti dell'inflazione ed in particolar modo il ruolo che le aspettative degli individui ricoprono come mezzo per mitigare i

costi di un aumento dei prezzi. È nota, infatti, l'importanza che la BCE conferisce ad una comunicazione chiara e trasparente sull'inflazione attesa e sulle decisioni di politica monetaria in modo da influenzare l'opinione degli operatori economici. Occorre dunque premettere che, rispetto alla valutazione delle aspettative, l'inflazione può essere perfettamente attesa o imperfettamente attesa e che, essendo un fenomeno economico conosciuto, esistono strumenti di correzione che vengono utilizzati *ex ante* o *ex post*: è lecito aspettarsi che i tassi di interesse nominali vengano innalzati a priori per compensarlo, come spiegato nell'equazione di Fisher:

$$i = r^* + \pi^e$$

Il tasso di interesse nominale i che il prestatore di fondi vorrà ricevere come remunerazione sarà dunque determinato dal tasso reale r^* presente al momento della stipula del contratto a cui va aggiunta l'inflazione attesa π^e : un alto tasso d'interesse nominale può quindi essere frutto non della volontà di ricevere un rendimento consistente, ma di aspettative sull'inflazione elevate. Allo stesso modo è lecito aspettarsi che anche le contrattazioni salariali tengano conto di essa e quindi le retribuzioni dovrebbero essere aggiornate annualmente; in ultimo anche le leggi tributarie dovranno essere riviste modificando gli scaglioni d'imposta per evitare il cosiddetto drenaggio fiscale: la tassazione è infatti calcolata sui redditi nominali e un innalzamento degli stessi per combattere l'inflazione e mantenere costanti i redditi reali causerebbe il pagamento di maggiori imposte; il *fiscal drag* ha inoltre effetti più marcati per i precettori di redditi più bassi, contribuendo così ad aumentare il divario sociale.

Teorizzando un sistema economico in cui i meccanismi sopradescritti si attivino e l'aumento dei prezzi sia perfettamente previsto, quest'ultimo non avrebbe costi reali ad eccezione del costo opportunità del detenere moneta e dei costi di listino: il primo è facilmente spiegato dal fatto che, essendo la moneta una "attività finanziaria" dal rendimento nullo, un tasso di inflazione maggiore creerebbe un divario ancora più ampio tra questa e le altre attività finanziarie che al contrario producono un rendimento positivo, soprattutto se i tassi di interesse nominali dovessero aumentare come spiegato nell'equazione di Fisher. Essendo dunque maggiore la perdita potenziale connessa alla detenzione di contanti, la domanda di moneta a scopo transattivo diminuisce e si preferirà investire le somme non utilizzate finché non si avrà la necessità di spenderle: l'individuo che non volesse sostenere il costo opportunità di detenere moneta andrà quindi in contro ai "costi da consumo delle scarpe", espressione utilizzata per indicare la necessità di doversi recare più spesso in banca per ritirare denaro, e ai costi di transazione per l'investimento/disinvestimento in attività finanziarie alternative. I costi di listino, anch'essi poco rilevanti, corrispondono invece ai costi sostenuti per aggiornare i prezzi nominali dei beni come ad esempio la necessità di dover sostituire i menù dei ristoranti.

Il quadro fin qui illustrato è però poco calzante nella realtà, dato che è complicato effettuare previsioni esatte sull'inflazione: stabilire un tasso di interesse nominale a cui emettere un prestito è pertanto una decisione difficile. Una possibile soluzione consiste nell'indicizzare i contratti più vulnerabili a questo fenomeno economico attraverso strumenti finanziari il cui tasso d'interesse si aggiusti autonomamente in base al valore dell'inflazione, quali mutui a tasso variabile e titoli *inflation-linked*. La questione è più complicata per quanto riguarda invece i salari: sebbene sia possibile

prevedere clausole che adeguino il livello delle retribuzioni all'aumento dei prezzi, sia attraverso aggiornamenti a scadenze regolari sulla base degli indici di inflazione, sia attraverso le stime di quella attesa, soluzioni di questo tipo causano ulteriori problematiche. In caso di shock negativi dal lato dell'offerta, infatti, le imprese per proteggere i loro margini di profitto aumenteranno i prezzi finali dei prodotti: se però i salari sono indicizzati, questi verranno adeguati automaticamente per mantenere invariato il loro potere d'acquisto e si avrà dunque un ulteriore shock dell'offerta. Una situazione di questo tipo può dunque innescare facilmente una spirale inflazionistica se sia le imprese che i lavoratori continueranno ad aumentare rispettivamente i prezzi ed i salari e la politica monetaria sia espansiva: solo una riduzione della quantità reale di moneta può far cessare la spirale prezzi-salari, ma questo comporta anche un aumento del tasso di disoccupazione.

L'inflazione produce l'ulteriore effetto di ridistribuire la ricchezza in maniera arbitraria, a seconda delle condizioni in cui gli individui versano in quel momento: un aumento del livello dei prezzi, se non previsto, causa delle perdite ai precettori di redditi nominali come creditori, detentori di titoli e tutti coloro che non si siano coperti attraverso attività indicizzate, e reindirizza questa ricchezza verso chi invece si era indebitato a tassi fissi; oltre ad un tasso d'interesse reale minore, in caso di inflazione, gli obbligazionisti subiranno anche un deprezzamento delle loro attività finanziarie: nel momento in cui le Banche Centrali alzeranno i tassi di riferimento e, a catena, tutta la struttura dei tassi di mercato seguirà questo movimento, le obbligazioni a tassi inferiori di precedente emissione offriranno un rendimento minore e per compensare ciò saranno vendibili sul mercato secondario solamente ad un prezzo più basso. Lo stesso ragionamento può essere applicato al valore delle

azioni: se le attività finanziarie alternative offrono rendimenti maggiori, anch'esse scenderanno di prezzo per adeguarsi nel caso di parità di dividendi attesi.

Uno scenario ad inflazione bassa e controllata rende inoltre più semplice allocare le risorse in modo efficiente; un aumento del prezzo di un singolo bene, nella situazione presa in esame, verrà infatti interpretato correttamente e non scambiato con un aumento generale del livello dei prezzi: ciò permette al consumatore di virare se ritenuto opportuno, su beni sostituti che non presentino tale rincaro. È chiaro, invece, come in una situazione di inflazione non ben precisata sia complicato distinguere un aumento dei prezzi relativo ad un singolo bene o assoluto. Sempre per quanto concerne la gestione ottimale delle risorse, un tasso di inflazione controllato adeguerà le aspettative e comporterà minori premi per il rischio: i tassi di interesse nominali richiesti dai datori di fondo saranno minori, incentivando gli investimenti; inoltre saranno minori anche le risorse impiegate per effettuare attività di copertura da tassi inattesi attraverso, sia attraverso strumenti finanziari *inflation-linked* che attraverso l'acquisto di derivati.

Capitolo 2

BCE: RAGGIUNGERE LA STABILITA' DEI PREZZI

2.1 BCE: *strategy review*

La grande importanza dell'inflazione è riconosciuta a livello europeo e mondiale dai principali sistemi di Banche Centrali, quali il Federal Reserve System (FED) e il Sistema Europeo di Banche Centrali (SEBC): entrambi inseriscono il controllo del fenomeno tra gli obiettivi ma sono presenti differenze per quanto riguarda la priorità che gli è assegnata. Per la FED, infatti, la stabilità dei prezzi è solamente uno dei sei obiettivi che sono dichiarati nel *Federal Reserve Act* e nell' *Humphrey-Hawkins Act*, peraltro senza esplicite indicazioni di priorità, quantificazione e termine di realizzazione; oltre a essa sono citati il massimo livello di occupazione, la riduzione della volatilità dei tassi d'interesse a lungo termine, un tasso di crescita sostenuto dell'economia, la stabilità del sistema finanziario e del tasso di cambio: ciò garantisce alla Banca Centrale americana elevata autonomia operativa. Al contrario per la Banca Centrale Europea la stabilità dei prezzi è l'obiettivo primario, espresso alla fondazione della stessa con il Trattato di Maastricht; in via secondaria il SEBC ha il compito di sostenere le politiche economiche generali della Comunità al fine di contribuire a uno sviluppo equilibrato, una crescita sostenibile non inflazionistica e che rispetti l'ambiente, un livello elevato di occupazione, protezione sociale, qualità della vita e coesione economica e sociale^[1].

¹Artt 2, 3, 105 del Trattato istitutivo della Comunità europea, Maastricht 1992

A differenza della FED, inoltre, l'obiettivo della stabilità dei prezzi per la BCE ha contorni più definiti: fino al 2021 essa era stata definita come un aumento annuale dell'IPCA inferiore ma prossimo al 2% e il mantenimento di questo livello nel medio periodo, in considerazione del ritardo temporale con cui gli effetti della politica monetaria si manifestano sull'inflazione. Le motivazioni dietro la scelta di questo obiettivo furono molteplici e non inerenti soltanto al campo economico: da una parte la mancanza di un governo politico federale per l'Unione Europea rende difatti la BCE l'unica istituzione ad avere poteri di politica economica sovranazionali e, sia per limitarne l'autonomia sia per non caricarla di eccessiva responsabilità, si è scelto di limitarne gli obiettivi; inoltre sull'obiettivo anti-inflazionistico ha inciso l'eredità della principale Banca Centrale nazionale della zona euro, la Bundesbank. Dal punto di vista prettamente economico, la stabilità dei prezzi così quantitativamente definita permette alla BCE di acquisire reputazione e ancorare le aspettative degli operatori ai livelli previsti: un aumento del livello dei prezzi controllato e stabile permette di evitare le problematiche espresse nel paragrafo 1.4 e allo stesso tempo un tasso di inflazione pari a 0 come obiettivo richiede l'ipotesi irrealistica di assenza di variazione dei prezzi su tutti i prodotti, oppure più verosimilmente l'ipotesi di aumento per alcuni e diminuzione per altri; la deflazione a cui sarebbero sottoposti questi ultimi è però più difficile da gestire per la BCE poiché incontra dei limiti oggettivi nella manovra dei tassi di riferimento al ribasso e contemporaneamente rischia di mettere in crisi i relativi settori. Attraverso questo margine d'inflazione è inoltre possibile aggirare la rigidità verso il basso dei salari nominali, causando una diminuzione di quelli reali e garantendo un minore aumento della disoccupazione in scenari di rallentamento economico.

La nuova strategia di politica monetaria, invece, pubblicata l'8 luglio 2021, considera un obiettivo al 2% nel medio termine come ideale per il mantenimento della stabilità; ciò tiene conto del fatto che, rispetto al 2003, il tasso d'interesse reale d'equilibrio sia diminuito e abbia ridotto il margine a disposizione della BCE per manovre espansive di politica monetaria, effettuate attraverso l'abbassamento dei tassi, in caso di shock deflazionistici. Un'inflazione dichiarata al 2%, invece, influenza le aspettative, comporta tassi nominali più elevati secondo l'equazione di Fisher e di conseguenza allontana il tasso reale dal limite inferiore. Gli ultimi quindici anni sono stati inoltre caratterizzati da un susseguirsi di crisi economiche: la crisi dei mutui *subprime* nel 2007-2008, la crisi del debito sovrano e la recente pandemia hanno certamente creato scenari di recessione che uniti a tendenze strutturali, come la globalizzazione, la digitalizzazione e l'invecchiamento della popolazione, hanno causato una bassa inflazione; la persistenza della stessa ha inoltre contribuito a disancorare le aspettative dall'obiettivo della BCE. Proprio per la difficoltà che quest'ultima ha nel combattere la deflazione in questo scenario, sono state utilizzate misure non convenzionali di politica monetaria tra le quali si annoverano tassi d'interesse negativi, indicazioni prospettiche, corposi programmi di acquisto di attività e operazioni di rifinanziamento a più lungo termine, tutte con l'obiettivo di sostenere prodotto, occupazione e inflazione, ma le politiche di bilancio non altrettanto espansive per i timori legati alla sostenibilità del debito pubblico hanno in parte frenato gli effetti di tali strumenti. È inoltre data, nella nuova strategia di politica monetaria, maggiore importanza proprio alla piena occupazione e ad una crescita economica equilibrata, considerati complementari alla stabilità dei prezzi: l'orizzonte temporale in cui il livello dell'inflazione dovrà tornare a quello previsto

potrà essere esteso dal Consiglio direttivo della BCE al fine di evitare cali sensibili dell'attività economica e dell'occupazione.

Proprio in occasione della revisione della strategia la BCE rinnova l'importanza della *forward guidance* ovvero dell'emissione di indicazioni prospettiche in modo da influenzare le aspettative: in quest'ottica anche la scelta del nuovo obiettivo simmetrico al 2% (scostamenti da esso, sia negativi che positivi, sono ugualmente indesiderati) ha la funzione di ancorare le aspettative a più lungo termine su un valore più chiaro e definito. Ciò, senza un intervento diretto su quantità, costi e mercati, contribuisce a migliorare l'efficacia della politica monetaria, andando a mitigare i costi da aspettative errate: soprattutto nell'ultimo decennio, in cui i tassi di riferimento sono stati mantenuti a livelli bassi, le indicazioni prospettiche sono state fondamentali nel rassicurare i mercati circa un non aumento futuro nel breve termine. È però importante per le Banche Centrali bilanciare la chiarezza del contenuto con l'esigenza di una sufficiente ambiguità che possa permettere un cambio di strategia (se necessario) senza intaccare la fiducia che gli operatori ripongono nella stessa. In ultimo la BCE specifica che, data la rapida evoluzione dello scenario economico, riesami della strategia futuri andranno eseguiti con maggiore regolarità e dunque prevede una prossima valutazione nel 2025.

Il tasso di inflazione al 2% è, come si è discusso finora, l'obiettivo finale della BCE e l'orizzonte temporale è il medio periodo sia perché i prezzi nel breve termine possono essere influenzati da shock esogeni, indipendentemente dalla politica monetaria restrittiva, sia perché gli effetti di quest'ultima si propagano solo in un secondo momento. È dunque importante un'attenta analisi dei tempi di trasmissione in modo da evitare effetti ritardati che vadano oltre il ciclo economico; anche in

questo caso la politica monetaria orale ha dei risvolti positivi poiché stimola aggiustamenti anticipatori nei mercati, consentendo di accorciare i tempi per la piena esplicazione degli effetti.

2.2 BCE: meccanismo di trasmissione e strumenti convenzionali

Per misurare gli effetti ottenuti attraverso l'utilizzo degli strumenti di politica monetaria, verso l'obiettivo finale del 2%, la BCE fissa degli obiettivi intermedi che hanno la funzione di indicatori di percorso: questi possono essere obiettivi di quantità o di tasso e la scelta dovrebbe essere fatta a seconda della provenienza dell'instabilità (mercati reali o finanziari). Un aumento della domanda aggregata e quindi uno shock di origine reale ha effetti diversi a seconda del modo in cui la Banca Centrale lo affronta: la maggiore domanda di credito e il conseguente aumento dei tassi di mercato (lasciati liberi di variare) verrebbero finanziati attraverso la cessione di attività (e quindi un loro deprezzamento poiché l'offerta sarebbe maggiore della domanda) nel caso l'obiettivo fosse quello di mantenere invariata la quantità di moneta e successivamente l'aumento dei tassi a cui sono concessi i prestiti causerebbe a sua volta una diminuzione degli investimenti assorbendo in parte l'iniziale aumento della domanda aggregata. Al contrario se la Banca Centrale volesse mantenere il controllo dei tassi d'interesse dovrebbe immettere liquidità nel mercato acquistando le attività finanziarie cedute: una manovra di questo tipo ha un forte impatto prociclico ed è attuabile nel caso di uscita da una crisi recessiva, durante la quale il prodotto è fortemente sceso dal suo potenziale massimo; se invece il suo livello fosse vicino al suo potenziale l'immissione di liquidità non farebbe altro che

causare un aumento dei prezzi senza aumentare il prodotto reale. Al contrario la stessa manovra di politica monetaria espansiva ha un effetto anticiclo nel caso di instabilità di origine finanziaria: una fase di incertezza nel mercato, caratterizzata da un maggiore rischio percepito legato al possesso di attività, produce un aumento della domanda di moneta, un aumento del tasso di interesse e una riduzione del prodotto a seguito del calo degli investimenti. Una politica di mantenimento della quantità di moneta causerebbe in pratica una stretta monetaria senza che in realtà ve ne fosse alcuna. Se l'obiettivo invece fosse quello di stabilizzare i tassi d'interesse la Banca Centrale dovrebbe acquistare i titoli venduti dagli operatori e immettere liquidità nel sistema: ciò riporterebbe i tassi al livello originario e provocherebbe l'aumento degli investimenti. Proprio a seguito di sempre maggiori instabilità dei mercati monetari rispetto a quelle di origine reale, la BCE utilizza il controllo dei tassi d'interesse a breve come strumento principale.

Le equazioni che utilizzano come variabile dipendente lo strumento manovrabile dalla Banca Centrale e come variabili indipendenti i differenziali tra i valori degli obiettivi da raggiungere e i loro valori attuali o attesi prendono il nome di funzioni di reazione; la regola di Taylor, che rientra in questa categoria, è esplicitata come

$$i = i_R^* + \pi^* + \lambda_\pi(\pi - \pi^*) + \lambda_Q(Q - Q^*)/Q^*$$

dove i indica il tasso di rifinanziamento principale, il tasso pivot della politica monetaria, i_R^* il tasso d'interesse reale obiettivo, π^* il tasso d'inflazione obiettivo, Q^* il livello di produzione che è considerato ottimale rispetto all'obiettivo inflazionistico mentre λ_π e λ_Q sono i pesi che la Banca Centrale conferisce ai due divari: se il primo fosse più elevato del secondo, come nel caso della BCE per la quale $\lambda_Q=0$, questa

darebbe molta più importanza a ricucire il gap inflazionistico rispetto a quello produttivo. La regola di Taylor mette comunque in evidenza il fatto che, a fronte di un unico strumento, gli obiettivi da raggiungere sono due: la realizzazione di entrambi sarà possibile solo se siano correlati mentre nel caso di obiettivi contrastanti fra loro saranno necessari due strumenti. Un aumento della domanda aggregata, che provoca un aumento del prodotto e del tasso di inflazione, rientra nella prima possibilità: saranno sufficienti un innalzamento del tasso di interesse nominale da parte della Banca Centrale e di quello reale secondo l'equazione di Fisher per eliminare entrambi gli scostamenti, poiché i maggiori tassi scoraggeranno gli investimenti e il prodotto diminuirà. Allo stesso modo una politica monetaria espansiva di abbassamento dei tassi di *policy* permetterà un innalzamento del prodotto e dell'inflazione, strategia perseguita in caso di crisi recessive e deflazionistiche. Quando si verifica, invece, uno shock da offerta la manovra dei tassi non è sufficiente a colmare entrambi i gap: un aumento dei costi di produzione comporta allo stesso tempo, come si è visto, un aumento del livello dei prezzi (maggiore inflazione rispetto all'obiettivo) e una diminuzione delle quantità scambiate (minore prodotto rispetto all'obiettivo). Per combattere l'inflazione la Banca Centrale potrebbe aumentare il tasso, ma ciò comporterebbe anche l'aggravarsi ulteriore del gap produttivo, o al contrario una diminuzione dello stesso risolverebbe il problema del prodotto incentivando gli investimenti, ma causerebbe una maggiore inflazione. La soluzione migliore dipende certamente da quale dei due obiettivi sia il più importante per le varie Banche Centrali, anche se l'ipotesi di mantenimento costante del tasso d'interesse dovrebbe portare ad aggiustamenti dal lato dell'offerta che facciano scendere in seguito il livello dei prezzi: un miglioramento della

produttività, ad esempio, permette di ridurre entrambi i gap ma è difatto una misura irrealizzabile nel breve periodo.

Come anticipato, cambiamenti della politica monetaria influenzano i tassi d'interesse dell'economia, che a loro volta hanno effetti su inflazione e attività economica. La BCE, che detiene il monopolio della creazione di moneta per la zona euro, è al vertice del meccanismo di trasmissione e riesce ad operare sui tassi reali dell'economia attraverso una serie di strumenti, convenzionali o meno; un semplice cambio nei tassi ufficiali di *policy* è però sufficiente per avere ripercussioni in vari mercati e per mettere in moto il meccanismo di trasmissione degli effetti: un aumento del tasso a cui le banche possono ottenere in prestito, nel mercato della liquidità bancaria, la base monetaria e interventi diretti nei mercati finanziari attraverso la vendita o l'acquisto di titoli (che comportano una immissione o un ritiro ulteriore di liquidità) influenzano i tassi a breve e a lungo termine dell'economia, sia per quanto riguarda i mercati interbancari (i tassi *overnight* dei prestiti nell'interbancario trovano infatti un corrispettivo nei tassi *overnight* ufficiali della BCE e permettono operazioni di arbitraggio) sia per quanto riguarda i mercati dell'intermediazione bancaria e quindi i tassi di deposito e prestito all'economia. Ovviamente il rischio percepito dagli intermediari nel compiere queste operazioni può variare: ciò rende la fiducia uno degli elementi cardine per un sistema economico funzionante, giustifica l'esistenza di uno *spread* tra i vari tassi e allo stesso tempo ha spinto la BCE a creare un canale diretto di prestiti alle banche finalizzati a devolvere il credito alle imprese, proprio con l'obiettivo di arginare l'effetto rischio. I cambiamenti dei tassi nei mercati finanziari e bancari incidono poi sulla domanda aggregata, poiché corrispondono a minori o maggiori investimenti, consumi e occupazione così come

nel mercato valutario le oscillazioni del tasso di cambio comporteranno maggiori o minori importazioni: le manovre di politica monetaria influenzano quindi i mercati reali e la dinamica dei prezzi, ovvero il tasso di inflazione.

Per l'approvvigionamento della base monetaria, le banche hanno la possibilità di scegliere tra il mercato interbancario e quello della liquidità bancaria, disponendo anche dell'ulteriore vantaggio di effettuare operazioni di arbitraggio tra i due: ciò comporta che nonostante il tasso d'interesse del primo sia frutto delle contrattazioni, delle aspettative su futuri rincari e del rischio percepito, questo tenderà naturalmente ad avvicinarsi ai tassi di *policy*, decisi periodicamente in base alle scelte del Consiglio direttivo della BCE. Il mercato della liquidità bancaria ha un ruolo chiave nella politica monetaria sia perché come visto precedentemente rappresenta il primo stadio del processo di trasmissione degli effetti della stessa, sia perché è uno dei due canali (insieme ai rapporti con l'estero) attraverso il quale la base monetaria è creata o distrutta. Ciò è possibile proprio grazie all'utilizzo da parte della BCE di alcuni strumenti, classificati come convenzionali o non: per quanto riguarda i primi, in particolare, quanto detto è reso possibile dalle operazioni di mercato aperto e dalle operazioni su iniziativa delle controparti, a cui va aggiunto il regime della riserva obbligatoria che completa il trittico con una differente funzione. Le operazioni di mercato aperto (OMA) svolgono il compito di immettere liquidità bancaria nel sistema: sia per quanto riguarda le operazioni di rifinanziamento principale (MRO) che le operazioni a più lungo termine (LTRO), rispettivamente di lunghezza settimanale e trimestrale, le banche conferiscono titoli in garanzia in cambio di liquidità, scontata del tasso d'interesse di aggiudicazione (per le prime è il tasso di rifinanziamento principale); al termine del contratto i titoli tornano nella piena

disponibilità delle banche, che però devono restituire l'intera somma ricevuta. Fanno parte delle OMA anche le operazioni di *fine tuning* (FT) e di tipo strutturale (OS) che a differenza delle altre non sono programmate e rispondono ad esigenze di aggiustamento temporaneo impreviste (le prime) o di aggiustamento strutturale (le seconde): per entrambe lo scopo è evitare che maggiori o minori livelli di liquidità rispetto all'obiettivo causino fluttuazioni indesiderate sui tassi. Appare chiaro, dunque, come maggiori tassi, minori quantitativi di liquidità aggiudicabile tramite asta o operazioni di vendita titoli definitive configurino delle politiche monetarie restrittive e abbiano nei mercati, attraverso il meccanismo di trasmissione, gli effetti di cui si è parlato. Le operazioni su iniziativa delle controparti consistono invece in *standing facilities* che offrono l'opportunità alle banche di soddisfare le proprie esigenze a breve termine di liquidità in un mercato alternativo all'interbancario: è possibile lasciare la liquidità in eccesso in depositi *overnight*, remunerati all'apposito tasso di *policy*, o al contrario ottenere finanziamenti *overnight* (finanziamenti marginali) al corrispettivo tasso. Questa possibilità è particolarmente utile in caso di crisi di fiducia nel sistema interbancario per risolvere scompensi giornalieri e contemporaneamente il corridoio dei tassi ufficiali, delimitato superiormente dal tasso sui finanziamenti marginali e inferiormente dal tasso sui depositi *overnight*, permette di contenere le oscillazioni del tasso sui prestiti interbancari: sarebbe infatti una soluzione antieconomica ottenere/impiegare liquidità a costi/rendimenti maggiori/minori. Il terzo strumento convenzionale di politica monetaria, la riserva obbligatoria, consiste nel vincolo di detenere l'1% delle passività bancarie a breve termine in liquidità, con la possibilità però di movimentarla nell'arco del periodo di mantenimento; questa caratteristica, congiunta al fatto di remunerarla al tasso di

rifinanziamento principale, ha il duplice effetto di ridurre il costo dell'obbligo di riserva e di ammortizzare le oscillazioni del tasso interbancario, più contenute intorno ai tassi di *policy*. Nel caso di eccessiva liquidità immessa nel sistema, che comporterebbe diminuzioni dei tassi di mercato, un aumento dei prestiti all'economia e una spinta inflattiva, la BCE mediante i suoi strumenti è in grado di renderla inoperativa o di riassorbirla direttamente. Ciò è possibile attraverso l'apertura di depositi a tempo determinato, l'aumento del coefficiente di riserva obbligatoria, l'aumento dei tassi a cui le riserve libere sono remunerate, la vendita di titoli attraverso operazioni FT o OS o direttamente restringendo la liquidità immessa successivamente nelle operazioni di rifinanziamento principale e nelle LTRO, aumentando i tassi di *policy* e non rinnovando i finanziamenti o gli acquisti di attività.

2.3 BCE: risposta alle nuove sfide

Gli strumenti fin qui illustrati, pur mantenendo una posizione centrale nel quadro degli interventi della BCE, sono diventati complementari ad una serie di misure non convenzionali, necessaria per fornire una risposta efficace alle nuove problematiche presentatesi in seguito alle varie crisi finanziarie del nuovo millennio: politica monetaria impotente per aver toccato il limite inferiore dei tassi, per il meccanismo di trasmissione bloccato a causa del clima di sfiducia e per la continua sterilizzazione della liquidità immessa e contemporaneamente politica fiscale caratterizzata dall'austerità hanno difatti condotto la zona euro alla deflazione. Di qui la necessità di nuovi strumenti di intervento come le TLTRO (*Targeted Long Term Refinancing Operation*), ovvero prestiti di liquidità alle banche, anche a tassi negativi, finalizzati a

devolvere credito alle imprese e quindi l'apertura di un ulteriore canale di trasmissione della politica monetaria. Oltre a ciò corposi sono stati i programmi di acquisto titoli denominati APP (*Asset Purchase Programme*), che hanno anche visto un ampliamento della gamma di attività interessate, così come la NIRP (*Negative Interest Rate Policy*), l'adozione di tassi di interesse ufficiali negativi (anche se riguardante il solo tasso sulla *deposit facility*), è stata necessaria per spingere le banche a movimentare la liquidità finanziando il settore reale.

In aggiunta a quanto detto, la crisi pandemica da COVID-19, iniziata nella primavera del 2020, ha aggravato la situazione, costringendo i governi ad attuare misure restrittive alla circolazione e all'attività produttiva e provocando una rapida caduta del PIL (-6,7% nel 2020, -11,8% nel solo secondo semestre dello stesso anno) e del tasso d'inflazione (0,3%). Al contrario del recente passato, però, i governi della zona euro hanno visto allentati i vincoli di bilancio e sospesi i divieti di aiuti di stato: la politica fiscale è stata fortemente espansiva e coadiuvata da una politica monetaria che ha affiancato al già presente APP (che prevedeva acquisti mensili di titoli per 20 miliardi) un ulteriore piano straordinario di intervento denominato PEPP (*Pandemic Emergency Purchase Programme*) per 1850 miliardi. Ciò ha permesso la sostenibilità del debito pubblico, soprattutto per gli Stati già fortemente sotto pressione come l'Italia, poiché la maggiore offerta di titoli è stata acquistata dalla stessa BCE e non ha creato rialzi dei tassi, ma contemporaneamente è iniziata la necessità di programmare una strategia di uscita: le ingenti quantità di denaro immesse hanno alimentato infatti i timori di una futura inflazione non sotto controllo e di governi assuefatti dalla facilità di collocamento dei propri titoli che cedano alla logica del *too big to fail*.

La BCE ha dovuto bilanciare questi rischi con l'altrettanto pericolosa possibilità di effettuare una stretta monetaria troppo anticipata nei tempi, in una situazione in cui l'economia non si fosse del tutto ripresa dalla fase pandemica. Proprio per tale motivo la strategia ha previsto il mantenimento dei tassi di *policy* invariati fino al luglio 2022, quando si è verificato un rialzo di mezzo punto percentuale, il primo dal 2011: fino a quel momento, infatti, il tasso per le operazioni di rifinanziamento principale era rimasto allo 0% dal 2019, così come il tasso sui finanziamenti marginali allo 0,25% e quello sui depositi allo -0,50%. Contestualmente, per quanto riguarda il PEPP, la BCE ha mantenuto elevato il ritmo degli acquisti per l'intera durata della fase pandemica (ha interrotto il programma di acquisto solamente a marzo 2022, lasciando aperta la porta ad un nuovo avvio se necessario) con l'obiettivo di preservare le condizioni di finanziamento favorevoli: si era detta inoltre pronta ad aumentare la dotazione prevista per contrastare lo shock negativo della pandemia sull'inflazione e per il mantenimento delle suddette condizioni, o a ridurre il ritmo senza esaurirla del tutto nel caso invece fossero state rispettate; in ogni caso l'orizzonte temporale di reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza è stato più volte prolungato, prima fino al termine del 2023 e poi per l'intero 2024, lasciando dunque spazio ad ulteriori aggiustamenti e flessibilità per quanto riguarda la futura riduzione del portafoglio, che non dovrà interferire con l'orientamento di politica monetaria in divenire. Più complicata, invece, la questione che riguarda l'APP: il programma, che sin dalla sua nascita ha avuto l'obiettivo di contribuire al meccanismo di trasmissione e offrire la liquidità necessaria per raggiungere l'obiettivo della stabilità dei prezzi, ha spesso visto rimodulate le quantità di acquisti nel corso del tempo, ma le stesse erano rimaste costanti a 20 miliardi mensili nel

periodo che va dal novembre 2019 al marzo 2022 (ad eccezione di ulteriori 120 miliardi aggiunti nel 2020) e l'intenzione della BCE era quella di continuare con il programma di acquisto fino al futuro aumento dei tassi ufficiali; a gennaio 2022 la BCE dichiara che l'APP vedrà aumentati i suoi quantitativi a 40 miliardi per il secondo semestre 2022 e a 30 per il terzo, per poi tornare nuovamente a 20 ad ottobre ma, solamente 2 mesi dopo, il 24 marzo, il Consiglio direttivo rivede il programma e stabilisce acquisti per 40 miliardi ad aprile, per 30 a maggio e per 20 a giugno, accorciando dunque i tempi e lasciandosi libertà di manovra per il terzo trimestre dell'anno sulla base delle nuove prospettive di inflazione e per il contesto di incertezza che si è venuto con l'inizio della guerra russo-ucraina. Nel caso le aspettative sul tasso d'inflazione si fossero attestate su livelli alti anche nel medio periodo, infatti, la BCE avrebbe posto fine al programma di acquisto di attività, al contrario se queste fossero state ricalibrate verso il basso il Consiglio direttivo avrebbe rivisto l'entità e la durata dei futuri acquisti. Le successive analisi hanno poi confermato la prima delle due opzioni, portando alla decisione di sospendere gli acquisti a partire dal luglio 2022, rispettando però l'intenzione di terminare il programma di nuovi acquisti prima del rialzo dei tassi ufficiali (avvenuto poche settimane dopo). Così, fino al febbraio 2023, il capitale rimborsato sui titoli a scadenza nel quadro dell'APP è stato reinvestito integralmente e successivamente si prevede una riduzione mensile del portafoglio di circa 15 miliardi fino a giugno e da stabilire poi. Anche le TLTRO sono state ricalibrate in corso d'opera, e hanno visto il loro tasso d'interesse indicizzato al tasso di rifinanziamento principale in modo da assicurare coerenza con il processo di normalizzazione della politica monetaria: dal

luglio 2022 fino ad oggi, infatti, i tassi di *policy* hanno subito numerosi rialzi per un totale di 350 punti base.

Viste nel loro insieme, dunque, le manovre di politica monetaria sono certamente di uscita da una fase espansiva, ma quanto di questo è dovuto alla guerra russo-ucraina e quanto invece alle prospettive di un livello di inflazione in linea con l'obiettivo dichiarato al 2% nel medio termine?

Ciò che è certo è che la BCE prende le sue decisioni analizzando vari tipi di dati, poiché non deve confondere perturbazioni del livello dei prezzi temporanee con aumenti strutturali, ed allo stesso tempo tenere conto del fatto che la dinamica dell'inflazione passata è osservabile. In questo modo sappiamo che l'inizio della guerra ha causato un aumento dei prezzi delle componenti energetiche del paniere, che hanno trainato il livello dei prezzi verso l'alto nella prima fase: gli alti tassi di inflazione non sono stati dovuti ad eccessi della domanda aggregata rispetto all'offerta, che anzi come dichiarato dalla Presidente Christine Lagarde ha visto i consumi e gli investimenti sotto il livello pre-crisi e ancora di più sotto le prospettive pre-crisi. A ciò si sono aggiunte successivamente strozzature dell'offerta e un aumento dei prezzi anche nelle componenti alimentari: proprio i rincari di queste ultime, infatti, se sommati ai rincari energetici, coprono più dei 2/3 del totale aumento del tasso d'inflazione per l'anno 2022, pari all'8,4%. Determinati beni quali il grano e l'olio di semi di girasole, hanno avuto particolari impennate dei prezzi, poiché importati dalle regioni interessate dal conflitto e poiché contemporaneamente richiedono molta energia per la loro produzione. Limitare però l'aumento dei prezzi alle sole componenti più volatili sarebbe un errore: le stime per l'inflazione degli esperti della BCE si attestano al 5,3% per il 2023, 2,9% per il 2024 e 2,1% per il

2025, merito di ribassi nelle quotazioni energetiche. L'inflazione di fondo si attesta invece al rialzo per il 2023, con una media del 4,6%, rispetto al 3,8% del 2022, e una successiva discesa al 2,5% e 2,2% rispettivamente nel 2024 e 2025, merito della politica monetaria restrittiva e del venir meno delle strozzature dell'offerta. Va inoltre considerato il fatto che l'alto livello d'inflazione registrato nell'ultimo anno ha portato ad una diminuzione consistente dei salari reali che, unita al clima di incertezza (anche nei mercati finanziari) e all'inasprimento delle condizioni di offerta di credito ha a sua volta compresso consumi e investimenti. In definitiva, dunque, la guerra russo-ucraina ha causato forti shock dal lato dell'offerta, che ancora mostrano i loro effetti pur essendo passato più di un anno dall'inizio del conflitto, e a loro volta questi hanno inciso negativamente sul PIL e alimentato dubbi sulle prospettive di crescita.

È dunque la difficoltà di effettuare previsioni nel medio periodo la vera spina nel fianco della BCE. È bene ricordare infatti che essa è tenuta a calibrare i suoi strumenti in quell'orizzonte temporale, ma per svolgere correttamente il suo compito essa deve essere in grado di stimare correttamente variabili come la domanda e l'offerta aggregata che influenzano certamente il tasso d'inflazione, e ciò risulta difficile in un contesto in cui i costi dei beni energetici e alimentari possono essere un freno alla crescita dell'attività economica. Inoltre, fattori come aspettative ancoratesi al di sopra dell'obiettivo o aumenti dei salari per difendere il potere d'acquisto, o ancora aumenti dei margini di profitto superiori alle attese possono incidere sul livello dei prezzi anche nel medio periodo, così come una ripresa rapida dell'economia cinese può alimentare la domanda aggregata e causare sia un aumento dei prezzi delle materie prime sia un aumento della domanda estera. Al contrario, spinte al ribasso potrebbero essere date da turbative nei mercati finanziari e diminuzioni del credito bancario,

nonché da una eccessiva trasmissione della politica monetaria. Utili a spingere verso il basso le pressioni inflazionistiche di medio periodo e a ridurre l'incertezza futura dovranno essere anche le politiche di bilancio dei vari Stati dell'Eurozona, il cui compito sarà quello di rendere l'economia più produttiva e meno dipendente dalle componenti energetiche russe: migliori capacità di approvvigionamento saranno fondamentali e raggiungibili anche grazie ai fondi stanziati per investimenti e riforme strutturali nell'ambito del programma *Next Generation EU*.

Il Consiglio direttivo della BCE ha inoltre approvato a luglio 2022 un nuovo strumento, il *Transmission Protection Instrument* (TPI), che svolge la funzione primaria di scudo anti-spread: esso, infatti, si attiva nel caso di dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate che possano minacciare la corretta trasmissione della politica monetaria. Nel caso in cui alcuni Paesi subiscano dei peggioramenti alle condizioni di finanziamento che non dipendano da preoccupazioni giustificate, la BCE interverrà nel mercato secondario acquistando titoli del settore pubblico (anche se lascia aperta la porta ad estendere l'acquisto al privato) e stabilizzando la situazione: tale strumento avrà dunque anche l'effetto indiretto di prevenire possibili attacchi speculativi al debito pubblico dei vari Paesi. Oltre che migliorare la trasmissione, il TPI cercherà quindi di disperdere la nebbia dell'incertezza.

Come si è cercato di evidenziare fin qui, la guerra russo-ucraina ha portato un elevato grado di volatilità sul futuro livello dell'inflazione, proprio nel momento in cui era compito della BCE ritirare progressivamente i suoi programmi espansivi, poiché le prospettive convergevano verso l'obiettivo al 2% nel medio termine. In ciò consiste la normalizzazione: si parla di una politica monetaria neutrale, né espansiva né restrittiva, che si attuerebbe nel caso non vi fosse nessun gap produttivo e nessuno

shock che possa portare a deviazioni dall'obiettivo, ma questo non è il caso attuale. Al contrario, la presenza di tutti i sopracitati fattori fa sì che il compito della BCE sia ridurre gli stimoli in maniera graduale, in modo da non disperdere immediatamente quanto fatto fin qui. Ciò è soprattutto necessario perché la straordinarietà della situazione attuale, che determina incertezza sia nel meccanismo di trasmissione, sia nelle prospettive dell'attività economica, costituisce anche una "prima volta": non essendoci *benchmark* affidabili la soluzione migliore appare quella di muoversi con cautela e ottenere responsi direttamente dall'economia. Allo stesso modo anche il mix di strumenti da utilizzare per uscire da questa fase rimane un'incognita: mentre è stato provato che programmi di acquisto titoli insieme a tassi di interesse bassi siano ottimi come ricetta per stimolare l'economia, il rischio di effettuare una stretta monetaria troppo anticipata e troppo severa aumentando contemporaneamente i tassi di *policy* e rinnovando solo parzialmente i suddetti programmi è alto, soprattutto per il drenaggio di liquidità che si avrà a prescindere, attraverso i rimborsi delle TLTRO. Una soluzione di questo genere può infatti causare un eccessivo aumento dei rendimenti richiesti per accedere ai finanziamenti e allo stesso tempo frenare gli investimenti per una minore offerta di credito alle imprese.

CONCLUSIONI

L'economia dell'Eurozona è stata caratterizzata negli ultimi anni da diversi shock dal lato dell'offerta, che hanno riguardato in particolare aumenti dei prezzi per i beni energetici e “colli di bottiglia” nelle catene globali di approvvigionamento. In questo scenario si sono inserite la guerra russo-ucraina e le politiche “zero-Covid” cinesi che hanno amplificato l'inflazione, in buona parte importata. Tutti insieme questi fattori hanno eroso il potere d'acquisto delle famiglie e trainato verso il basso la domanda aggregata. Inoltre le ingenti quantità di liquidità immesse nei mercati attraverso i vari programmi di acquisto titoli della BCE e il mantenimento dei tassi di *policy* ai livelli minimi per molto tempo hanno creato vigorose spinte anche per quanto riguarda l'inflazione di fondo e il processo di disinflazione verso l'obiettivo al 2% sarà graduale nei prossimi anni.

L'elevato livello di incertezza riguardo la presenza di futuri ulteriori shock dell'offerta, il valore della produzione, il rischio percepito nei mercati e l'intensità della trasmissione della politica monetaria rendono difficile per la BCE programmare manovre sul lungo termine. Di qui l'importanza di attivare misure che riescano a diminuire il grado di incertezza, ad esempio attraverso una diversificazione delle fonti di approvvigionamento dell'energia (il *Next Generation EU* deve facilitare interventi strutturali di questo tipo) o attraverso strumenti come il TPI che portino stabilità nei mercati finanziari e nel meccanismo di trasmissione o ancora attraverso una comunicazione chiara e preventiva delle proprie azioni (FG).

Nel frattempo la BCE deve proseguire con la normalizzazione della politica monetaria, poiché l'inflazione converge all'obiettivo del 2% nel medio periodo: data l'eccezionalità della situazione odierna questo approccio deve essere graduale, per la difficoltà di prevedere gli effetti delle misure e di trovare il mix giusto di strumenti. Ciò permette inoltre alla BCE un'analisi empirica delle conseguenze delle sue azioni senza causare eccessivi danni al sistema: così, nel caso di revisioni al rialzo dell'inflazione attesa, la politica monetaria diventerà meno accomodante più velocemente o, al contrario, nel caso le misure si rivelassero adeguate, essa manterrà l'inflazione nei valori-obiettivo. Ovviamente un approccio graduale non sempre è il migliore: se le aspettative sul futuro tasso si dovessero disancorare dal 2%, o se dovessero mostrarsi avvisaglie di una spirale prezzi-salari, allora la soluzione sarebbe accelerare la velocità nella stretta monetaria.

BIBLIOGRAFIA

- Alessandrini P. (2021). *Economia e politica della moneta*, Bologna: il Mulino.
- Arce O., Koester G., Nickel C. (2023). *One year since Russia's invasion of Ukraine – the effects on euro area inflation*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2021). *An overview of the ECB's monetary policy strategy*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2021). *Inflation measurement and its assessment in the ECB's monetary policy strategy review*, BCE Occasional Paper Series n°265, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°8*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°1*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°2*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°3*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°4*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2022). *Bollettino Economico n°5*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2023). *Bollettino Economico n°8*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2023). *Bollettino Economico n°1*, BCE, Francoforte sul Meno.
- BCE (2023). *Bollettino Economico n°2*, BCE, Francoforte sul Meno.

De Grauwe P. (2019). *Economia dell'Unione monetaria*, Bologna: il Mulino.

Dornbusch R., Fisher S., Stratz R., Canullo G., Pettenati P. (2020). *Macroeconomia*, Milano: McGraw-Hill.

Gerdesmeier D. (2009). *La stabilità dei prezzi: perché è importante per te*, BCE, Francoforte sul Meno.

Istat (2013). *Indici dei prezzi al consumo. Aspetti generali e metodologia di rilevazione*, Istituto nazionale di statistica, Roma.

Panetta F. (2022). *Normalising monetary policy in non-normal times*, Speech at a policy lecture hosted by the SAFE Policy Center and the Centre for Economic Policy Research (CEPR), Goethe University, Francoforte sul Meno.

SITOGRAFIA

- <https://ec.europa.eu/eurostat>
- <https://economiepertutti.bancaditalia.it>
- <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html>
- <https://www.bancaditalia.it>
- <https://www.ecb.europa.eu>
- <https://www.istat.it>
- <https://www.treccani.it>
- <https://www.wikipedia.org>