



BANCA D'ITALIA  
EUROSISTEMA

## Crisi energetica, inflazione e politica monetaria

Intervento di Ignazio Visco

Governatore della Banca d'Italia

Giornate di economia "Marcello De Cecco"

Lanciano, 1 ottobre 2022

Lo scorso anno in questa sede ho parlato di pandemia, inflazione e politica monetaria. Sarò un po' monotono e ritornerò oggi su questo argomento. Forse, però, alla pandemia e ai suoi effetti dobbiamo ora sostituire, o aggiungere, quelli gravissimi della crisi energetica, con in particolare un aumento straordinario del prezzo del gas in Europa, esplosa, anche se già in parte annunciata lo scorso anno, e soprattutto perpetuata con l'invasione russa in Ucraina e questo terribile conflitto che non dà segni di rapida (e giusta) risoluzione. Viviamo un momento difficilissimo di prezzi alti dell'energia e rischi di razionamento, ma non bisogna perdere di vista l'opportunità che i prezzi elevati danno come incentivo ad accelerare la transizione energetica, anziché ritardare il passaggio dalle fonti fossili alle rinnovabili.

Alla metà del 2021 l'inflazione nell'area dell'euro era già in ripresa, ma ancora al 2 per cento, dopo anni di rischi deflativi, e quella *core*, al netto cioè delle componenti più volatili (prodotti energetici e alimentari), ancora ben al di sotto. Pure c'era evidenza di due fattori sottostanti: un aumento progressivo, ma ancora sostenibile, del costo dell'energia e strozzature nell'offerta di materie prime e prodotti intermedi che rischiavano, con le limitazioni nei trasporti, di non consentire alle imprese di tenere il passo con una rapida (più del previsto) ripresa della domanda.

Mi interrogavo quindi su come dovesse rispondere la politica monetaria agli shock in atto: quello sulla domanda causato dalla pandemia (oggi sappiamo essere prima stato fortemente negativo, poi, per la forte ripresa e le strozzature di cui sopra, positivo ma fortemente differenziato tra le diverse aree del globo); quello sull'offerta dovuto *in primis* all'aumento dei prezzi delle materie prime (e quindi alle ragioni di scambio), con attenzione agli effetti di segno opposto sui prezzi al consumo e sull'attività economica e alla loro prospettiva temporale (shock, cioè, temporanei o permanenti). Anche in quest'ultimo caso osservavo che una forma di *benign neglect* sarebbe stata giustificabile se lo shock fosse stato assorbito "come una tassa ineludibile" senza trasferirlo su altri prezzi e salari. Osservavo comunque che dati i ritardi negli effetti della politica monetaria (via credito e domanda aggregata), non solo nel caso di una sua natura puramente temporanea la banca centrale avrebbe dovuto agire con prudenza.

Avremmo comunque dovuto prestare molta attenzione agli sviluppi in corso per la "difficoltà di distinguere un 'rumore', ancorché prolungato, da un 'segnale' di pressione

sui prezzi non destinata a rientrare in tempi brevi, con il rischio di produrre spirali al rialzo". Quello che possiamo dire oggi è che in effetti questo segnale si è manifestato con suoni di guerra; è stata quindi una misura necessaria, al salire dell'inflazione fino al 10 per cento dello scorso mese, quella di iniziare a rialzare i tassi ufficiali a breve termine, ancora negativi nel primo semestre di quest'anno, dopo aver posto fine ai programmi di acquisto di titoli (l'"espansione quantitativa", *quantitative easing*) di cui dobbiamo con forza sottolineare il successo ottenuto nel contrasto alle pressioni deflative.

Delle sfide per la politica monetaria ho parlato estesamente ieri in un convegno a Firenze. Il mio intervento è disponibile sul sito della Banca d'Italia e con riferimenti e dettagli anche grafici in una nota su *Monetary policy and inflation: recent developments*. Proverò quindi a riassumere i punti principali.

Le banche centrali, inclusa ovviamente la Banca centrale europea (BCE), si stanno adattando a un contesto economico in continua evoluzione. Il cambiamento più importante chiaramente riguarda il forte aumento dell'inflazione, dopo decenni di "grande moderazione", che si sta verificando a livello globale e in particolare negli Stati Uniti e in Europa. In pressoché tutti i paesi l'inflazione ha trovato alimento negli eccezionali aumenti dei prezzi delle materie prime energetiche, ma le modalità e il peso relativo di questi aumenti rispetto a quello di altri fattori differiscono ampiamente tra le diverse economie. In particolare, se confrontiamo Stati Uniti e area dell'euro dobbiamo avanzare almeno tre considerazioni:

- Anzitutto la differenza più importante tra le due economie riguarda la risposta data dalla politica di bilancio alla crisi pandemica nel 2020-21. Molti paesi hanno introdotto misure su vasta scala per rafforzare i sistemi sanitari e sostenere le famiglie e le imprese, ma gli interventi attuati dall'amministrazione statunitense sono stati eccezionalmente forti. In questi due anni il rapporto tra debito pubblico e PIL ha superato il 130 per cento, con un incremento di quasi 25 punti percentuali, contro un aumento medio inferiore ai 15 punti nei paesi dell'area dell'euro, che ha portato il debito a circa il 95 per cento del PIL. Negli Stati Uniti il reddito disponibile delle famiglie non è stato solo salvaguardato per contenere gli effetti della crisi pandemica ma ha registrato nel 2020 il tasso di crescita più alto da quasi quarant'anni: un aumento del 6,2 per cento in termini reali a fronte di un calo del PIL del 3,4 per cento. Nell'area dell'euro, invece, il reddito disponibile delle famiglie è diminuito, sia pure di poco (0,6 per cento) e comunque in misura inferiore rispetto al calo del PIL (6,4 per cento). Gli effetti inflazionistici del conseguente surriscaldamento dell'economia americana sono stati amplificati dalla ripresa ancora solo parziale dell'offerta globale dovuta alle ricorrenti ondate di pandemia, con i colli di bottiglia nelle filiere internazionali di beni intermedi cui ho fatto cenno ed effetti negativi sulla produzione in molti paesi.
- Una seconda differenza, correlata alla prima, riguarda le condizioni del mercato del lavoro. Negli Stati Uniti la disoccupazione era pari lo scorso agosto ad appena il 3,7 per cento, quasi 3 punti percentuali in meno rispetto all'area dell'euro. Il numero di posti di lavoro vacanti ha raggiunto il 7 per cento della somma tra numero degli occupati e posti vacanti negli Stati Uniti (a luglio), il doppio del livello registrato

nell'area dell'euro (nel secondo trimestre). Negli Stati Uniti vi sono quindi, per ogni disoccupato, due posti di lavoro vacanti, mentre nell'area dell'euro due disoccupati competono per meno di un posto di lavoro vacante. Di conseguenza, tutti i principali indicatori suggeriscono una crescita salariale vicina o superiore al 5 per cento (su base annua) negli Stati Uniti, un livello difficile da riconciliare con un obiettivo d'inflazione del 2 per cento. Nell'area dell'euro, invece, le retribuzioni contrattuali hanno finora continuato a crescere a ritmi intorno al 2 per cento. Ritengo che si debba concludere che proprio non vi sia al momento non sembra proprio un "eccesso di domanda aggregata" quale quello osservato invece negli Stati Uniti, che ha avuto chiare conseguenze sulla dinamica dei prezzi di beni e servizi.

- In effetti, negli Stati Uniti, il maggiore impatto di questi fattori di domanda rispetto all'area dell'euro si accompagna a un minore contributo dei fattori di offerta. In entrambe le economie i prezzi del petrolio sono più alti del 20 per cento rispetto a un anno fa; nello stesso periodo, i prezzi del gas sono però aumentati di un straordinario 150 per cento in Europa a circa 200 euro per megawattora, livello attorno a cui oscillano da oltre tre mesi; negli Stati Uniti l'incremento è stato inferiore al 50 per cento, a meno di 30 dollari per megawattora. Ciò è particolarmente preoccupante perché il gas svolge un ruolo fondamentale non solo per il riscaldamento e altri usi domestici, ma anche per la produzione di energia elettrica.

Nonostante queste differenze, l'inflazione complessiva ha registrato dinamiche simili nelle due economie, con un progressivo aumento dei prezzi al consumo che ha superato l'8 per cento sia negli Stati Uniti sia nell'area dell'euro (con medie simili nelle due aree nella media dei mesi estivi, poco sopra l'8,5 per cento). Da noi in effetti essa è oggi pari al 10 per cento, mentre qualche segnale di rientro si può cominciare a leggere negli Stati Uniti, riflesso sia dell'attenuarsi in quel paese delle pressioni sul fronte dell'energia sia della forte restrizione monetaria in atto. È però diverso l'andamento dell'inflazione *core*, al netto delle componenti più volatili (esclusi cioè i prodotti energetici e quelli alimentari); negli Stati Uniti questa ha superato il 6 per cento all'inizio del 2022 ed era ancora al 6,3 per cento ad agosto, mentre nell'area dell'euro essa era solo leggermente superiore al 2 per cento all'inizio dell'anno e ad agosto il suo livello era ancora 2 punti percentuali inferiore a quello degli Stati Uniti, al 4,3 per cento (salita però al 4,8 per cento in settembre).

Le differenze tra Stati Uniti e area dell'euro nel peso relativo dei fattori di domanda e di offerta e nella dinamica dell'inflazione al netto delle componenti più volatili spiegano perché, a fronte di un'inflazione complessiva che ha raggiunto valori simili, la normalizzazione della politica monetaria avviene con velocità e tempi diversi. Si tratta di differenze da considerare con attenzione; date le informazioni di cui oggi disponiamo, sarebbe un grave errore pensare che la BCE debba seguire ciecamente, nei prossimi mesi, la Riserva federale.

Nell'enfatizzare il presunto errore costituito dal ritardo con cui la BCE avrebbe iniziato a modificare la *stance* di politica monetaria, molti commentatori hanno invece puntato il dito sugli errori di previsione. Se alla metà dello scorso anno l'inflazione complessiva nell'area dell'euro era ancora al di sotto del 2 per cento, e intorno all'1 per cento al netto delle componenti più volatili, dalla fine del 2021 essa ha infatti sorpreso al rialzo,

con errori di previsione sulla crescita dei prezzi al consumo compiuti dallo staff della BCE e dell'Eurosistema molto maggiori, durante i primi due trimestri del 2022, di quelli osservati in passato. Alcuni arrivano a sostenere che questi errori potrebbero aver messo in discussione la stessa credibilità della banca centrale, anche se errori altrettanto grandi sono stati commessi da altre istituzioni internazionali e previsori privati.

L'entità di questi errori di previsione potrebbe mettere però in dubbio l'affidabilità dei modelli utilizzati per le proiezioni, peraltro sempre integrati nel loro utilizzo per le previsioni da fattori di giudizio. In effetti i modelli econometrici sono approssimazioni più o meno semplificate della realtà; non possono tenere meccanicamente conto di particolari non linearità (nei mercati finanziari o delle materie prime) o di cambiamenti di regime (nei comportamenti conseguenti a shock di natura sanitaria o geopolitica). Nella definizione delle misure di politica economica vanno integrati con informazioni esterne e valutazioni di natura qualitativa, ma non se ne può fare a meno per un'organizzazione disciplinata delle valutazioni alla base di tali misure. Le nostre analisi indicano, tuttavia, che gli effetti dei prezzi dell'energia – che sono le variabili esogene più importanti, le cui variazioni prospettiche sono generalmente dedotte dalle quotazioni dei contratti futures – spiegano, direttamente e indirettamente (attraverso i loro effetti sui costi di produzione), il 65 per cento degli errori complessivi commessi nella previsione dell'inflazione. Questa quota sale all'80 per cento se si tiene conto anche degli effetti dei prezzi dei generi alimentari, l'altra componente volatile dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo (che ha particolarmente risentito del conflitto in Ucraina).

Non pare quindi esservi stato un eccezionale mutamento strutturale nel funzionamento dell'economia nel corso dell'ultimo anno. Gli errori nella previsione dell'inflazione richiamano però la nostra attenzione sulla qualità delle ipotesi relative all'andamento di variabili per le quali è difficile fare ragionamenti di natura strettamente economica e finanziaria e che costituiscono input rilevanti nella determinazione dei costi di produzione. Questo vale in particolare per i prodotti energetici per i quali un problema cruciale è stato costituito dalla generale sottovalutazione delle tensioni geopolitiche, con il forte calo delle forniture di gas dalla Russia osservato dall'inizio dello scorso anno, attribuito prima (e probabilmente erroneamente) all'inverno particolarmente freddo in quel paese e, successivamente, alle pressioni del governo russo connesse con il gasdotto Nord Stream 2. Ma il fattore più importante è stato, ovviamente, l'invasione russa dell'Ucraina: se fino alla fine dello scorso anno le quotazioni dei futures avevano continuato a scontare una progressiva discesa dei prezzi del petrolio e del gas, il conflitto ha lasciato i prezzi – non solo quelli correnti, ma anche quelli attesi – su livelli molto elevati.

Le quotazioni del gas forniscono un esempio significativo. Alla fine di settembre 2021, quando il prezzo spot del gas era salito a 100 euro per megawattora, le quotazioni dei futures prevedevano un calo a meno di 50 euro entro giugno 2022. Invece di diminuire di oltre il 50 per cento, tuttavia, i prezzi del gas sono aumentati di quasi il 100 per cento, raggiungendo dalla seconda metà di giugno, come ho già ricordato, un livello medio di circa 200 euro. Più in generale, le ripercussioni dell'aumento dei prezzi dell'energia sull'inflazione, considerate temporanee prima dello scoppio della guerra tenendo conto sia delle attese desunte dai mercati dei futures sia di effetti "base" negativi (essendo l'inflazione misurata da variazioni a distanza di dodici mesi), sono invece divenute persistenti.

Alla luce delle informazioni disponibili, le affermazioni secondo cui la BCE avrebbe erroneamente ritardato il riequilibrio della propria politica monetaria appaiono ingiustificate. La normalizzazione della politica monetaria della BCE è in atto dallo scorso dicembre quando, sullo sfondo di un miglioramento delle prospettive economiche e dell'aumento delle aspettative di inflazione a medio termine verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi (2 per cento), il Consiglio direttivo ha annunciato l'inizio della riduzione degli acquisti netti di titoli nell'ambito dei suoi programmi di espansione quantitativa, acquisti terminati il 1° luglio di quest'anno. Poche settimane dopo, abbiamo iniziato ad aumentare i tassi ufficiali in misura significativa (50 punti base a luglio e 75 a settembre) con l'obiettivo di anticipare l'uscita dai loro livelli, a lungo negativi ed eccezionalmente accomodanti.

Se il cambiamento nell'orientamento della politica monetaria appare radicale, esso rispecchia il corrispondente brusco mutamento delle prospettive economiche. Superati i timori legati alla pandemia, che aveva portato l'economia in recessione, non solo in Europa, e che aveva ridotto l'inflazione temporaneamente al di sotto dello zero, i rischi di deflazione sono svaniti. Nello stesso tempo lo shock energetico che ha investito l'area dell'euro è di straordinaria portata, di gran lunga maggiore degli shock petroliferi degli anni Settanta del secolo scorso. Il forte aumento dell'inflazione che ne è conseguito non può essere ignorato dalla banca centrale, non perché, a differenza che negli Stati Uniti, vi siano evidenti segnali di aumenti eccessivi della domanda aggregata per consumi e investimenti, ma per contrastare con decisione il rischio che condizioni monetarie ancora ampiamente accomodanti possano causare un aumento delle aspettative di inflazione (un "disancoraggio" dal 2 per cento) e portare a loro volta a una vana e dannosa spirale tra salari e prezzi.

È quindi fondamentale, in questa fase, monitorare attentamente le aspettative di inflazione e la dinamica dei salari e dei profitti. Quanto alle prime, indicatori finanziari sull'inflazione futura, quali quelli basati sui tassi di mercato di contratti legati all'inflazione (*inflation-linked swaps*), suggeriscono che la dinamica dei prezzi resterebbe elevata nei prossimi mesi, intorno al 6 per cento a metà 2023, ma poi scenderebbe rapidamente e in modo persistente su livelli intorno all'obiettivo della BCE del 2 per cento. Le aspettative basate sui sondaggi forniscono un quadro simile; ad esempio, secondo l'indagine della BCE presso gli analisti monetari condotta a fine agosto, l'inflazione dovrebbe attestarsi in media al 4,4 per cento nel 2023 e al 2,1 nel 2024.

Allo stesso tempo, la mediana delle attese d'inflazione rilevate con l'indagine della BCE presso le famiglie è pari al 5 per cento nei prossimi 12 mesi e al 3 per cento in un orizzonte di tre anni, un livello maggiore di quello rilevabile dalle quotazioni di mercato e dalle indagini presso gli esperti. Va però osservato che questo riflette, oltre a una maggiore rilevanza di elementi retrospettivi nel meccanismo di formazione delle aspettative delle famiglie, la più forte intensità della revisione al rialzo da parte delle famiglie meno abbienti per le quali la quota delle componenti più volatili dell'inflazione nel paniere di consumo è particolarmente elevata. Esse sarebbero quindi spinte a rivedere le proprie aspettative con maggiore frequenza e vigore, con il risultato che per il complesso delle famiglie la persistenza dell'aumento delle aspettative osservato finora potrebbe risentire più che proporzionalmente di ciò che sta accadendo nei settori energetico e alimentare. Ne conseguirebbe la possibilità di una più accentuata inversione una volta che le pressioni sul prezzo di questi beni si saranno attenuate.

Quanto alle retribuzioni, anche se in alcuni paesi sono state avanzate richieste di aumenti maggiori di quelli registrati negli ultimi anni, come ho ricordato la loro crescita nell'area dell'euro si mantiene (al netto delle componenti *una tantum*) intorno al 2 per cento. Le proiezioni compilate della BCE sulla base dei contratti in essere (*wage tracker*) segnalano inoltre un'accelerazione molto graduale delle retribuzioni nell'ultima parte del 2022 e nel 2023, anche se alcune pressioni al rialzo possono sorgere nei paesi in cui i salari (in particolare quelli minimi) sono, a volte con clausole di indicizzazione automatica, più sensibili all'inflazione effettiva.

Queste valutazioni suggeriscono che, al momento, non vi sia evidenza di uno scostamento delle aspettative a medio termine dall'obiettivo di stabilità dei prezzi, né vi sono peraltro segnali di avvio di pericolose spirali tra prezzi e salari. L'alto livello dell'inflazione attesa nei prossimi trimestri, che riflette la normale inerzia nella crescita dei prezzi e il permanere delle quotazioni dell'energia su valori molto elevati, è infatti seguito da un rapido calo previsto per gli anni successivi, in linea con le proiezioni di BCE/Eurosistema e della maggior parte dei previsori internazionali. Se i prezzi dell'energia dovessero risultare superiori a quanto attualmente atteso, attraverso la perdita di potere d'acquisto e il calo della ricchezza finanziaria in termini reali gli effetti negativi sulla domanda contribuirebbero probabilmente a frenare le aspettative di inflazione e, a loro volta, le richieste salariali.

In ogni caso, occorre continuare a prestare molta attenzione non solo agli attuali livelli delle aspettative sui prezzi e sui salari, ma anche alle loro dinamiche prospettiche. Dato che un disancoraggio delle aspettative potrebbe avvenire in modo brusco e non lineare, la loro evoluzione va valutata sia in termini di convergenza verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi sia in termini di loro sensibilità agli shock e tenendo conto della loro dispersione. Da questo punto di vista, l'evidenza è ancora sfocata. A una sensibilità delle aspettative a medio termine che appare essere relativamente bassa alle sorprese inflazionistiche si contrappone il fatto che in molte indagini campionarie la distribuzione delle attese tende a essere oggi relativamente asimmetrica, sbilanciata verso un'inflazione elevata; possiamo leggerci qualche segnale di aumento dell'incertezza e di più alti rischi di uno spostamento verso l'alto dell'intera distribuzione. Queste caratteristiche dell'inflazione attesa possono essere una mera conseguenza delle ripetute sorprese al rialzo dell'inflazione effettiva legate alla imprevista persistenza dello shock energetico, ma si tratta, come ho detto, di andamenti da tenere attentamente sotto osservazione. In ogni caso, il fatto che la "curva delle aspettative" sia inclinata verso il basso rassicura sulla stabilità dell'ancoraggio, poiché le aspettative di inflazione a medio-lungo termine restano ben inferiori all'inflazione attuale.

Se la normalizzazione della politica monetaria dovrà comunque proseguire con l'obiettivo di riassorbire gradualmente gli ampi accomodamenti creati dal 2014, il Consiglio direttivo della BCE si trova ora di fronte a un difficile dilemma. L'aumento dell'inflazione è oggi accompagnato da un brusco deterioramento delle prospettive di crescita economica, che riflette la perdita di potere d'acquisto dei redditi. In questo contesto, rialzi dei tassi eccessivamente rapidi e pronunciati finirebbero per aumentare i rischi di una recessione. Qualora il deterioramento delle prospettive economiche si rivelasse peggiore del previsto, un eccessivo anticipo nella normalizzazione dei tassi



ufficiali potrebbe risultare sproporzionato, minando la fiducia del pubblico nelle nostre azioni e rendendo paradossalmente più difficile il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Si tratta di un rischio che merita di essere attentamente considerato insieme con quello di lasciare che l'inflazione resti eccessivamente alta per troppo tempo.

Un'ulteriore preoccupazione è legata ai rischi per la stabilità finanziaria. Nel contesto attuale, tali rischi sono amplificati dal rapido deterioramento del quadro macroeconomico, sia nell'area dell'euro sia nel resto del mondo, e dal fatto che tutte le principali banche centrali stanno alzando notevolmente i tassi ufficiali, con effetti negativi reciproci difficili da quantificare ma probabilmente niente affatto trascurabili. I rischi di instabilità finanziaria sono particolarmente rilevanti nell'Unione economica e monetaria, esposta per la sua architettura incompleta – in particolare la politica di bilancio decentralizzata e i ritardi nel completamento delle unioni bancarie e dei mercati dei capitali – a una possibile frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali. Il concretizzarsi di tale rischio avrebbe ripercussioni pesanti in tutti i paesi dell'area dell'euro, portando a un inasprimento delle condizioni finanziarie ben superiore a quanto ritenuto opportuno per contenere l'elevata inflazione. Il Consiglio direttivo è pronto a ricorrere alla flessibilità nel suo programma di acquisto di titoli connesso con l'emergenza pandemica e al suo nuovo strumento di protezione della trasmissione (*transmission protection instrument*, TPI); eventuali tensioni sui mercati potrebbero tuttavia ostacolare il perseguimento della stabilità dei prezzi e danneggiare la crescita economica.

L'incertezza sulle prospettive economiche rende molto difficile predeterminare il possibile punto di arrivo dei tassi ufficiali. Una "scorciatoia" che viene spesso considerata si basa sul tasso di interesse cosiddetto "naturale". Questo è, nella definizione di Knut Wicksell, il tasso di interesse reale al quale l'investimento uguaglia il risparmio e le risorse dell'economia sono pienamente impiegate; se i prezzi fossero completamente flessibili, a questo tasso di interesse l'inflazione sarebbe pari all'obiettivo della banca centrale. Ne ho parlato a lungo lo scorso anno discutendo del limite minimo possibile che la sua forte discesa da molti stimata nell'ultimo decennio e il conseguente abbassamento dei tassi di mercato e di *policy* (o per dirla alla Keynes la "trappola della liquidità") poneva a una politica monetaria volta a contrastare i rischi di deflazione.

Non aggiungerò oggi molto altro se non osservare che in ogni caso si tratta di un concetto di equilibrio, che fornisce una descrizione eccessivamente semplificata del funzionamento dell'economia e della politica monetaria. Ad esempio, la credibilità della banca centrale è irrilevante in questo contesto, così come non rilevano l'incertezza e le aspettative di inflazione (anche in contesti neoclassici che condividono quindi in questo quanto rinveniamo in alcuni schemi analitici che si rifanno all'economia "classica"), nonché l'orientamento della politica fiscale o il livello del rapporto tra debito e PIL. Inoltre, non ci si può esimere dall'interrogarsi sulla dinamica del processo che dovrebbe portare a convergere su questo tasso di equilibrio di lungo periodo, posto che è difficile ritenere che, indipendentemente dagli interventi di politica monetaria, questa sia una condizione permanente di equilibrio. A complicare ulteriormente la questione, il tasso naturale non è osservabile e l'ampia varietà di metodi statistici ed econometrici utilizzati per stimarlo fornisce una vasta gamma di risultati diversi.

In alcuni interventi effettuati all'inizio di quest'anno, ad esempio, i membri del Consiglio direttivo della BCE hanno proposto varie stime del tasso naturale. Un loro aggiornamento ne collocherebbe ora il livello in un intervallo compreso tra il -1,3 e il -0,2 per cento. Sommando a tali valori l'obiettivo di inflazione del 2 per cento, il tasso di *policy* "neutrale" (quello al quale, nell'equilibrio di medio termine, la politica monetaria non è né accomodante né restrittiva) sarebbe compreso in un intervallo tra lo 0,7 e l'1,8 per cento; potrebbe pertanto anche essere già stato raggiunto dalla BCE con l'ultimo rialzo dei tassi, o vicino a esserlo presto. Credo però che non vi sia alcuna ovvia e stretta relazione tra questo tasso di equilibrio di lungo periodo (posto che esista e sia più o meno stabile, al di là della sua importanza come concetto logico, di riferimento, negli schemi di teoria macroeconomica oggi maggiormente diffusi) e il livello da raggiungere per assicurare aspettative d'inflazione coerenti con il mantenimento nel medio periodo dell'obiettivo di un'inflazione media nell'area pari al 2 per cento.

La questione cruciale nella realtà del tempo storico in cui viviamo è quindi la seguente: di quanto dovremmo ulteriormente aumentare i tassi ufficiali? Almeno due problemi influiscono su questa decisione.

- In primo luogo, è elevata l'incertezza circa la misura in cui la banca centrale può influire, in tempi relativamente brevi, sull'attuale livello dell'inflazione. Il rialzo dei tassi, in particolare, non può incidere sulla parte determinata, direttamente e indirettamente, dallo shock energetico, che è preponderante; è inoltre difficile dire a priori quale livello "ultimo" nella traiettoria di rialzo dei tassi ufficiali rassicurerebbe le famiglie e le imprese sulle intenzioni della banca centrale, riducendo quindi al minimo i rischi di disancoraggio delle aspettative e prevenendo l'insorgere di spirali salari-prezzi.
- In secondo luogo, una elevata incertezza circonda anche la distribuzione nel tempo degli effetti dei rialzi dei tassi sull'inflazione e sulla crescita. Una lettura complessiva dell'evidenza econometrica disponibile porta a concludere che nell'area dell'euro un rialzo dei tassi esercita il suo impatto maggiore sull'inflazione dopo uno o due anni; tuttavia, ha anche il suo effetto più elevato sul PIL dopo circa un anno e mezzo. Nella congiuntura attuale, i rialzi dei tassi potrebbero avere ripercussioni più forti sull'inflazione proprio quando l'economia avrebbe già registrato un netto rallentamento; si rischierebbe così di innescare o amplificare una recessione, senza avere avuto in precedenza, nella misura in cui i rincari dell'energia continuano a essere il principale motore della crescita dei prezzi al consumo, effetti particolarmente visibili sull'inflazione.

Anche se le aspettative di inflazione a lungo termine restano ancorate e la crescita salariale rimane moderata, l'alto livello dell'inflazione e la necessità di ridurre i valori estremamente bassi raggiunti, in termini reali, dai tassi di interesse a breve termine richiedono che i tassi ufficiali continuino a salire, tenuto soprattutto conto del fatto che le aspettative si sono riportate in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi (il 2 per cento nel medio periodo). L'incertezza che circonda le prospettive economiche è però molto elevata, questo suggerisce prudenza nel fissare il "ritmo" dei rialzi dei tassi e sconsiglia vivamente di mirare a raggiungere un valore terminale predeterminato per i tassi ufficiali.



Le nostre decisioni future non potranno che seguire un approccio definito riunione dopo riunione e dipenderanno dai dati: questo non significa però che dipenderanno solo dai dati correnti; occorrerà mantenere un orientamento lungimirante, basato sulle prospettive economiche a medio termine per il complesso dell'area dell'euro. Come in altri cicli di rialzo dei tassi, si scoprirà il valore terminale più corretto procedendo gradualmente. Questo ovviamente non significa che non si possano effettuare valutazioni quantitative, sulla base dell'esperienza fino a oggi accumulata, certamente utili per stimare gli effetti degli aumenti dei tassi su domanda aggregata e variazioni dei costi e dei prezzi di beni e servizi. Se ne dovrà però tenere conto congiuntamente con le informazioni che si renderanno via via disponibili sulle aspettative d'inflazione e sull'evoluzione di redditi da lavoro e profitti. Non vi sono secondo me oggi ovvie ragioni per legarci le mani con ipotesi di incrementi straordinariamente elevati, quali quelli avanzati da alcune parti, in qualche caso estrapolando il più recente passato o l'esperienza di altri paesi.

\* \* \*

Per concludere, oggi, la principale minaccia alla stabilità dei prezzi, obiettivo primario di una banca centrale moderna e comunque ben inscritto nel Trattato dell'Unione europea e nello Statuto della banca centrale, viene dallo shock energetico, in gran parte conseguenza del conflitto in Ucraina, che ha innescato un eccezionale aumento dell'inflazione, in particolare nell'area dell'euro.

Come ho ricordato, è stato di recente affermato che l'inflazione elevata e i ripetuti errori nelle nostre proiezioni hanno messo in dubbio la credibilità della banca centrale. La fiducia dell'opinione pubblica nella nostra determinazione a mantenere la stabilità dei prezzi non va tuttavia misurata sulla base dell'attuale livello dell'inflazione, che è principalmente causata dalla eccezionale entità dello shock energetico, né degli errori di previsione, che non segnalano un presunto fallimento dei modelli quantitativi di cui in vario modo facciamo oggi uso, ma sono invece il risultato dell'intrinseca imprevedibilità delle tensioni geopolitiche, fenomeni al di fuori della sfera dell'economia. La credibilità della banca centrale si misura piuttosto sull'ancoraggio delle aspettative di inflazione a medio termine, fattore cruciale anche nella prevenzione dell'innescare di pericolose spirali tra prezzi e salari.

L'elevata inflazione richiede il proseguimento della normalizzazione delle condizioni monetarie, ma con un ritmo e fino a un livello da determinare, riunione dopo riunione, sulla base dei nuovi dati e, specialmente, della revisione delle prospettive economiche. Non si può non tenere conto, in particolare, del forte deterioramento delle previsioni di crescita, la cui causa ultima è costituita dallo shock energetico e dalle sue conseguenze sul potere d'acquisto dei redditi delle famiglie e sui profitti delle imprese.

Per contenere gli effetti di questo shock sarà non solo necessaria una risposta, incisiva ma adeguata, da parte della politica monetaria, ma occorreranno anche, come avvenuto in passato, l'atteggiamento responsabile delle parti sociali e un contributo attento della politica di bilancio. Occorre comprendere che, come per la "tassa dello sceicco" degli anni settanta, lo shock è un onere inevitabile per l'intera area dell'euro, e soprattutto per i paesi più colpiti, come è senza dubbio l'Italia.

Il tentativo di annullarne completamente l'impatto sui redditi da lavoro e da capitale sarebbe vano e finirebbe inevitabilmente per avere ripercussioni sull'inflazione. Non si possono però ignorare le conseguenze redistributive e allocative di quanto avviene sul fronte dell'energia e la politica di bilancio può redistribuire gli effetti dello shock tra consumatori, fattori produttivi, generazioni presenti e future, con interventi mirati e temporanei a sostegno delle famiglie e delle imprese più colpite. Se si decidesse tuttavia di far pesare la redistribuzione soprattutto sulle generazioni future, essenzialmente con l'emissione di debito pubblico, si rischierebbe non solo di caricarle di oneri ingiusti ma anche di alimentare, qualora questo avvenisse nella generalità dei paesi dell'area dell'euro, ulteriormente l'inflazione attuale e attesa. In ogni caso, bisogna fare estrema attenzione, nel nostro paese, a evitare il rischio di un deragliamento del debito pubblico dal percorso di rientro, in rapporto al prodotto, iniziato lo scorso anno. Si tratta, come dobbiamo sempre ricordare, di un percorso necessario per preservare la possibilità del ritorno a una crescita economica duratura e forte, di cui abbiamo assolutamente bisogno.



