



BANCA D'ITALIA
EUROSISTEMA

Inflazione e politica monetaria*

Intervento di Ignazio Visco
Governatore della Banca d'Italia

Prima "Lezione Ugo La Malfa"

Camera dei deputati, Aula dei gruppi parlamentari
Roma, 16 novembre 2022

Autorità, Signore e Signori,

ringrazio la Fondazione Ugo La Malfa, e in particolare il suo Presidente, per l'invito a inaugurare questo ciclo di lezioni annuali e la Camera dei deputati che oggi ospita questo evento. È per me un onore tenere questa prima lezione dedicata a Ugo La Malfa, figura di primissimo piano nella storia italiana del Novecento, per l'impegno civile e le responsabilità politiche, prima come esponente attivo della Resistenza e poi come uomo delle istituzioni, deputato dell'Assemblea Costituente, membro del Parlamento per sette legislature, più volte Ministro, Vicepresidente del Consiglio dei Ministri.

Questo invito mi offre l'opportunità di discutere del principale problema con il quale si stanno oggi confrontando le banche centrali, non solo nell'area dell'euro. Dallo scorso anno, infatti, la variazione dei prezzi è tornata a registrare, a livello mondiale, un incremento pressoché continuo: dal 4,7 per cento nella media del 2021, viene stimata dal Fondo monetario internazionale prossima al 9 per cento quest'anno. Nell'area dell'euro, sulla base dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo, dal 2,6 per cento dello scorso anno ha oggi quasi raggiunto l'11 per cento, sfiorando il 13 in Italia, il livello più alto da circa quarant'anni.

Dopo un lungo periodo di moderazione e anche, negli ultimi anni, di pressioni deflative, il riaccendersi dell'inflazione ha trovato particolare alimento nei rincari delle materie prime, in primo luogo, soprattutto in Europa, in quelli dei prodotti energetici. Già rilevanti negli ultimi mesi del 2021, gli aumenti dei costi si sono fortemente accentuati a seguito dell'aggressione della Russia all'Ucraina nello scorso febbraio e del protrarsi del gravissimo conflitto, che ha anche determinato spinte intense al rialzo dei prezzi dei prodotti alimentari. In diversi paesi a queste pressioni si sono aggiunti gli effetti di strozzature nell'offerta di prodotti intermedi, a fronte di una ripresa della domanda

* Nella stesura di questa Lezione ho beneficiato del contributo e dei suggerimenti di Federico Barbiellini Amidei, Pietro Rizza, Massimo Sbracia e Alessandro Secchi, che non sono però da coinvolgere nelle imprecisioni dei ricordi e nelle imperfezioni dell'analisi.

finale molto superiore al previsto, dopo la riduzione registrata durante la crisi pandemica. Per evitare possibili spirali inflazionistiche, le banche centrali hanno quindi dato avvio a una fase di restrizione delle condizioni monetarie.

Nell'esaminare in qualche dettaglio evoluzione e prospettive della dinamica dei prezzi e delle risposte di politica monetaria è necessario valutare i rischi di uno spostamento permanente verso l'alto delle attese di inflazione degli operatori di mercato, delle imprese e delle famiglie; bisogna in particolare riflettere sulle conseguenze possibili per l'adeguamento di retribuzioni e prezzi di produzione alla luce delle condizioni attuali dei mercati dei beni e del lavoro. È inoltre utile interrogarci sulle ragioni che spiegano gli errori di previsione dell'andamento dei prezzi al consumo, molto elevati, commessi nell'anno in corso; si tratta infatti non di un semplice esercizio *post mortem* ma di un elemento importante sia per una piena comprensione di quanto fatto finora, sia come guida per le decisioni di politica monetaria che si renderanno necessarie nei prossimi mesi.

Prima di procedere lungo queste linee mi pare utile proporre il ricordo di alcuni episodi della nostra storia economica, episodi che presentano forti analogie, ma altrettanto importanti differenze, con quanto sta accadendo in questi mesi. Se oggi la "stabilità dei prezzi" è divenuta l'obiettivo primario di pressoché ogni banca centrale, nonché il "mandato" statutario della Banca centrale europea (BCE), possiamo cominciare col chiederci quali fossero, in Italia, le finalità della politica monetaria all'incirca cinquanta anni fa, come si andarono definendo nei due successivi decenni e, in particolare, come la banca centrale si poneva allora nei confronti dell'inflazione.

In estrema sintesi, possiamo rispondere che l'obiettivo generale, non previsto in norme di legge ma ben descritto da Guido Carli nella sua azione come Governatore della Banca d'Italia dal 1960 al 1975, fu quello di garantire una "stabilità monetaria" volta a favorire lo sviluppo dell'economia nel contesto dell'apertura e del confronto con gli altri paesi occidentali, avendo in particolare presente l'avanzamento del processo di integrazione europea. Un'inflazione elevata costituiva certamente un elemento contrario a mantenere uno sviluppo "ordinato" dell'economia, uno sviluppo che – nelle parole dello stesso Carli in un intervento del 1962 all'Associazione bancaria italiana – richiedeva di rivolgere agli investimenti produttivi "quote crescenti di risparmio" che andavano opportunamente "convogliate passando per la sottoscrizione di obbligazioni"; di qui la necessità "imperativa di una politica di stabilità monetaria"¹. Pur discutendo le scelte del Governo, di cui non poteva non accettare gli obiettivi ultimi, ma a esse contribuendo con analisi e proposte, la Banca d'Italia non condusse in quegli anni una politica "lassista" – come Carli osservò con enfasi nel 1993 nella sua ultima opera, *Cinquant'anni di vita italiana* – ma una politica volta a contrastare "comportamenti ... incompatibili con un equilibrio che non teneva conto solo dei prezzi, ma anche della crescita, dell'occupazione"².

¹ Cfr. G. Carli, *Mercato, Europa e libertà. Gli interventi alle Assemblee dell'ABI e alle Giornate del risparmio*, Roma-Bari, Laterza, 2019, pp. 21-2.

² Cfr. G. Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, Roma-Bari, Laterza, 1993, pp. 261-2.

Già nello scorcio degli anni Sessanta, però, le tensioni nel mercato del lavoro sfociate nell'“autunno caldo” del 1969 avevano prodotto, nell'ambito di un crescente conflitto sociale, forti pressioni al rialzo su prezzi e salari, pressioni consolidate nel successivo biennio con incrementi dei prezzi al consumo dell'ordine del 5 per cento, circa il doppio rispetto al decennio precedente. Con la fine nel 1971 del regime di cambi fissi stabilito dagli accordi di Bretton Woods definiti sul finire della Seconda guerra mondiale, alle spinte di natura interna si aggiunsero quelle connesse con una svalutazione del cambio della lira che dalle prime traeva alimento. Aumenti dei prezzi anche, in ragione annua, a due cifre cominciarono quindi a essere osservati già nella seconda metà del 1972 e proseguirono nel corso del 1973, ben prima quindi dello shock che dall'ottobre di quell'anno avrebbe determinato, a seguito della guerra dello Yom Kippur, l'embargo delle esportazioni di petrolio da parte dei paesi dell'Opec e la quadruplicazione del suo prezzo.

Per comprendere l'operare della politica monetaria in quegli anni può essere utile, oltre che appropriato in questa sede, rifarsi a uno scambio di lettere, nell'estate del 1973, tra il Governatore Carli, che chiedeva di procedere a un aumento significativo del tasso di sconto (abbassato al 4 per cento nell'aprile del 1972 dal 5,5 del marzo del 1970, dopo essere stato fermo al 3,5 per cento dal 1958), e il Ministro del Tesoro (per otto mesi dal luglio 1973) Ugo La Malfa, che, tenendo conto dei dubbi dei colleghi di Governo, lo pregava di rinviare³. Carli era preoccupato per la stabilità monetaria sia per considerazioni di carattere internazionale sia per ragioni di origine interna. Considerava in particolare eccessiva la creazione di base monetaria connessa con l'acquisto di titoli pubblici che, a parità di altre condizioni, la Banca d'Italia avrebbe dovuto effettuare; riteneva quindi necessario accrescere il finanziamento del disavanzo dello Stato da parte del settore creditizio, per il quale occorre “tassi ... sufficientemente elevati”⁴.

L'aumento del tasso di sconto avrebbe in effetti avuto luogo con un mese di ritardo ma superando di un punto, al 6,5 per cento, l'iniziale richiesta. È però interessante la risposta di La Malfa che, pur condividendo “le impostazioni della Banca d'Italia”, non può non tener conto della necessità di “dare maggiori chiarimenti ai colleghi”, aggiungendo tuttavia che è “evidente che, mentre il Governo è impegnato nella lotta all'inflazione e, quindi, all'aumento dei prezzi, si vorrebbe un volume di credito piuttosto abbondante, nonostante quell'impegno fondamentale”⁵. Anni quindi in cui, non solo in Italia, la politica monetaria non era separata, né formalmente né di fatto, dal complesso dell'azione di governo dell'economia⁶.

³ Cfr. G. Carli, *Lettera inviata all'On.le Dr. Ugo La Malfa, Ministro del Tesoro*, Archivio storico della Banca d'Italia, Roma, 21 luglio 1973; e U. La Malfa, *Lettera al Prof. Guido Carli, Governatore della Banca d'Italia*, Archivio storico della Banca d'Italia, Roma, 6 agosto 1973.

⁴ Cfr. G. Carli, *Lettera inviata all'On.le Dr. Ugo La Malfa, Ministro del Tesoro*, Archivio storico della Banca d'Italia, Roma, 8 agosto 1973. In una successiva lettera (Archivio storico della Banca d'Italia, Roma, 8 dicembre 1973) Carli, reagendo alle critiche del Governo per avere attuato una politica monetaria troppo aggressiva e “senza fantasia”, risponde inviando un “manufatto ottenuto grazie alla fantasia” del Ministro delle Finanze della Germania e del Presidente della Reichsbank del 1923: una banconota da 200 milioni di marchi dell'epoca dell'iperinflazione tedesca.

⁵ Cfr. La Malfa, cit., 1973.

⁶ Sulla politica monetaria di quegli anni, cfr. E. Gaiotti e S. Rossi, “Theoretical and Institutional Evolution in Economic Policy: The Case of Monetary Regime Change in the Early 1980s”, *Storia del Pensiero Economico*, 2, 2004.

Come ricorda ancora Carli nella sua ultima testimonianza, con l'adozione dell'obiettivo intermedio del credito totale interno la politica monetaria cominciò tuttavia a operare nel 1975 considerando il disavanzo pubblico "come un dato" anziché come un residuo da finanziare. Ne discese l'impegno "unilaterale" – non l'obbligo di legge, come a volte oggi si ritiene – a sottoscrivere la quantità di titoli pubblici non collocata alle aste (con la sostanziale impraticabilità dell'"atto sedizioso" di non ottemperarvi, nel ben noto passaggio delle *Considerazioni finali* lette il 31 maggio 1974)⁷. Ciò non significò tuttavia il riconoscimento di una "dominanza fiscale"⁸, non rinunciando la Banca d'Italia "al diritto-dovere di utilizzare lo strumento monetario per frenare la corsa verso il precipizio e riportare l'equilibrio nella bilancia dei pagamenti. Tuttavia l'assenza di un'adeguata politica di bilancio, l'incapacità politica di imporre una stretta ai consumi, costringeva a penalizzare il settore produttivo, in primo luogo gli investimenti"⁹.

La decisa restrizione creditizia, proseguita con strumenti amministrativi nella seconda metà degli anni Settanta, ebbe certo forti conseguenze reali ma non riuscì a evitare che in quel periodo si consolidasse una "propensione" all'inflazione elevata e destabilizzante. I fattori originali di questa propensione furono prontamente individuati. Certamente l'aumento eccezionale del prezzo del petrolio e di altre materie prime fu determinante, ma la "tassa dello sceicco" sarebbe stata assorbita senza effetti cumulativi, anche se con costi elevati per la perdita di ragioni di scambio, se non si fosse innescata su un'inflazione già in espansione, una debolezza della lira mai più annullata dopo la fine del sistema di Bretton Woods e soprattutto l'indicizzazione pressoché immediata delle retribuzioni ai prezzi al consumo. La riforma della scala mobile l'aveva infatti portata, alla metà degli anni Settanta, su valori non distanti in media dal 100 per cento; ne derivava una vana quanto dannosa rincorsa trimestrale tra prezzi e salari, accentuata dai tentativi di "riaprire" il ventaglio salariale, continuamente compresso dall'operare del "punto unico di contingenza" che comportava "scatti" uguali per tutti i livelli retributivi.

In quegli anni di forti tensioni sociali, di rigidità diffuse e di gravi difficoltà nella struttura produttiva e finanziaria non si ritenne possibile usare con maggiore forza lo strumento dei tassi di interesse¹⁰. Massimali sul credito volti a contenere eccessi di domanda, controlli sui movimenti di capitali a protezione del cambio (e contrasto dell'inflazione importata), vincoli di portafoglio per il finanziamento del Tesoro da parte degli intermediari finanziari non riuscirono a far scendere l'inflazione al di sotto delle due cifre. In termini reali i tassi di interesse furono largamente negativi, anche quelli attesi. L'"imposta da inflazione" contribuì quindi a facilitare il finanziamento della forte espansione dei disavanzi pubblici, ma non riuscì a contenere l'aumento del rapporto tra debito pubblico e prodotto interno lordo, che salì dal 40 per cento di inizio decennio al 60 di fine anni Settanta (un'imposta, come sottolineò Paolo Baffi nel maggio 1977, "surrettizia e profondamente iniqua, [che]

⁷ Cfr. G. Carli, *Considerazioni finali sul 1973*, Roma, Banca d'Italia, 31 maggio 1974, p. 32.

⁸ La relazione tra la politica monetaria e la politica di bilancio dai primi anni Settanta è discussa in E. Gaiotti e A. Secchi, "Monetary Policy and Fiscal Dominance in Italy from the Early 1970s to the Adoption of the Euro: A Review", Banca d'Italia, *Questioni di economia e finanza*, 141, 2012.

⁹ Cfr. Carli, *Cinquant'anni di vita italiana*, cit., pp. 345-6.

¹⁰ Cfr. P. Ciocca e G. Nardozzi, *L'alto prezzo del danaro. Un'interpretazione dei tassi d'interesse internazionali*, Roma-Bari, Laterza, 1993.

non ha favorito il finanziamento di piani di investimento pubblico socialmente produttivi, avendo contribuito piuttosto a colmare i vuoti causati da inefficienze, sperperi e malintesi intendimenti assistenziali, nella gestione della cosa pubblica”¹¹.

In effetti, non furono quindi anni di “dominanza fiscale” bensì di “repressione finanziaria”¹². Come ho osservato, l’impegno ad acquistare i titoli non collocati alle aste non avveniva in risposta a norme prestabilite, ma rispondeva all’esigenza di evitare mali peggiori, come ricordano sia Carli sia Baffi. Scriveva in particolare quest’ultimo nelle *Considerazioni finali* del maggio 1977: “Non è dunque in forza di un obbligo di legge che il portafoglio di titoli del debito pubblico si è andato gonfiando nell’attivo dell’istituto di emissione, ma perché l’istituto ha creduto di accettare la validità di una ragione economica e storica più cogente della pur profonda convinzione di quanto sia effimero e distorsivo il sostegno dell’occupazione e del reddito affidato all’inflazione. ... In una catena di relazioni sociali e politiche in istato di tensione, la moneta rappresenta l’anello debole ed il finanziamento monetario del Tesoro il punto di rottura di questo anello”¹³.

Lo stesso Baffi, peraltro, già nelle *Considerazioni finali* dell’anno precedente aveva osservato con forza come in altri paesi la legislazione offrì alla banca centrale “una adeguata base giuridica assegnandole espressamente il compito di tutelare la stabilità monetaria”, aggiungendo tuttavia che “i brillanti risultati conseguiti dalla Germania e dall’Olanda in termini di stabilità e di sviluppo, piuttosto che alle formulazioni legislative, debbono ascrivere a un clima di opinione che al maturarsi dell’analisi e dell’esperienza ha cessato di assegnare al disavanzo durevoli effetti espansivi, o agli aumenti nominali delle retribuzioni effetti migliorativi della condizione della classe operaia in termini di reddito reale e di occupazione. ... Il nostro paese soffre invece, oggi specialmente, di una obiettiva alleanza che promuove e sostiene l’inflazione, stretta tra le forze politiche e sociali: quelle che definiscono il contenuto del bilancio e quelle che definiscono il contenuto dei contratti di lavoro”¹⁴.

Il secondo shock petrolifero – con il prezzo del greggio che, tra la fine del 1978 e la metà del 1980, sale da 14 a quasi 40 dollari al barile a seguito della rivoluzione in Iran – rafforza la necessità di una nuova “costituzione monetaria”¹⁵. Nelle *Considerazioni finali* del maggio 1981, Carlo Azeglio Ciampi, succeduto a Baffi, ne individua gli elementi fondanti in tre fattori: “autonomia della banca centrale, rafforzamento delle procedure di bilancio, codice della contrattazione collettiva”¹⁶. Nel luglio dello stesso anno il cosiddetto “divorzio” sancisce l’avvio di una più piena autonomia della politica monetaria, da condurre nell’ambito degli accordi di cambio del Sistema monetario europeo (SME) entrato in vigore da due anni. Continuava però a pesare l’assenza di un favorevole “clima di opinione”, in grado di scongiurare le rincorse tra prezzi e salari. In particolare, se l’indicizzazione fu ridotta sul

¹¹ Cfr. P. Baffi, *Considerazioni finali sul 1977*, Roma, Banca d’Italia, 31 maggio 1978, p. 23.

¹² Cfr. I. Visco, “Comment”, in C.M. Reinhart e M.B. Sbrancia, “The Liquidation of Government Debt”, *BIS Working Papers*, 363, 2011.

¹³ Cfr. P. Baffi, *Considerazioni finali sul 1976*, Roma, Banca d’Italia, 31 maggio 1977, p. 33.

¹⁴ Cfr. P. Baffi, *Considerazioni finali sul 1975*, Roma, Banca d’Italia, 31 maggio 1976, p. 43.

¹⁵ Cfr. I. Visco, “Inflation, Inflation Targeting and Monetary Policy: Notes for Discussion on the Italian Experience”, in L. Leiderman e L.E.O. Svensson (eds.), *Inflation targets*, London, CEPR, 1995.

¹⁶ Cfr. C.A. Ciampi, *Considerazioni finali sul 1980*, Roma, Banca d’Italia, 30 maggio 1981, p. 40.

piano formale, l'adeguamento restò rapido e pieno considerando quella di fatto implicita nei rinnovi contrattuali. Soprattutto, la politica di bilancio rimase eccessivamente espansiva, con il debito pubblico che da meno del 60 per cento del PIL nel 1981 superò il 100 per cento all'inizio degli anni Novanta.

A causa di questi fattori l'inflazione fu ridotta solo con molta lentezza: dal 20 per cento del 1980 scese al di sotto del 10 per cento alla metà di quel decennio, per restare, tra il 1986 e il 1992, su valori di poco inferiori al 6 per cento. In altri paesi la politica disinflazionistica fu invece ben più decisa. Negli Stati Uniti dalla fine degli anni Settanta la politica monetaria assunse un'intonazione fortemente restrittiva (la *Volcker disinflation*); ne risultò nei primi anni Ottanta una doppia recessione, con il tasso di disoccupazione che sfiorò l'11 per cento nel 1982. Alla fine di quell'anno, tuttavia, grazie anche all'avvio di una fase di apprezzamento del dollaro l'inflazione tornò sotto il 4 per cento.

In Germania la Bundesbank aveva adottato un orientamento più restrittivo fin dal crollo del regime di Bretton Woods, cui seguì un deciso apprezzamento del marco in termini effettivi. Dalla fine del 1974 iniziò quindi ad annunciare un obiettivo in termini di tasso di espansione della quantità di moneta, un'ancora nominale che costituì un riferimento essenziale per l'economia e contribuì – in assenza di meccanismi di indicizzazione salariale – a contenere l'inflazione. La crescita dei prezzi rimase al di sotto dell'8 per cento durante il primo shock petrolifero, tornando prossima al 2 già nel 1978; dopo il secondo shock raggiunse un picco del 7,5 per cento nel 1981, ma ridiscese poi molto rapidamente a seguito dell'immediata e forte risposta restrittiva della banca centrale: agli inizi del 1983 era tornata sotto il 4 per cento; nel 1984 oscillava già attorno al 2 per cento.

In Italia la crescita dei prezzi rimase invece su valori superiori a quelli dei nostri principali partner commerciali per tutti gli anni Ottanta e nei primi anni Novanta. In buona parte l'inflazione traeva origine nel settore dei servizi (ampiamente "protetti" dalla concorrenza) riflettendone la bassa produttività; mediante la scala mobile (pur gradualmente ridotta nel corso degli anni Ottanta), si traslava sul costo del lavoro che, per le imprese industriali aperte alla concorrenza internazionale, cresceva in misura non sostenibile¹⁷.

In un contesto di acute tensioni finanziarie e valutarie che traevano anche alimento da timori di interventi coercitivi su un debito pubblico in forte espansione, fu questo un elemento cruciale della debolezza della lira che si manifestò pienamente in occasione della crisi dello SME del settembre del 1992, riflesso tanto delle politiche seguite dopo l'unificazione tedesca quanto delle incertezze sul referendum francese sul Trattato di Maastricht¹⁸. Alla sospensione della partecipazione della lira dagli Accordi europei di cambio seguì quindi una sua ampia svalutazione.

¹⁷ Cfr. F. Barca e I. Visco, "L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali", in I. Visco e S. Micossi (a cura di), *Inflazione, concorrenza e sviluppo: l'economia italiana e la sfida dell'integrazione europea*, Bologna, Il Mulino, 1993; I. Visco, "Caratteri strutturali dell'inflazione italiana (1986-1991)", in C. Dell'Aringa (a cura di), *Caratteri strutturali dell'inflazione italiana*, Bologna, Il Mulino, 1994.

¹⁸ Per un'analisi dettagliata della crisi dello SME, cfr. R. Rinaldi e C. Santini, "Italy: Two Foreign Exchange Crises", in S.S. Rehman (ed.), *Financial Crisis Management in Regional Blocs*, Dordrecht, Kluwer, 1998.

Va anche ricordato che, negli anni Ottanta, i controlli sul mercato interno del credito e dei cambi erano stati gradualmente abbandonati ed era stata introdotta la piena flessibilità dei movimenti di capitale. Nel sistema di cambi fissi ma aggiustabili dello SME, la politica monetaria e valutaria, allora considerata dalla Banca d'Italia come una politica unica, era stata diretta a non accomodare pienamente le perdite di competitività di prezzo, con un apprezzamento della lira in termini reali volto a spingere le imprese a operare con guadagni di produttività e contribuire per tale via a riportare l'inflazione verso la media europea¹⁹. Questa politica aveva però continuato a trovare resistenza, oltre che nelle spinte interne all'inflazione provenienti dal settore dei servizi, in una politica di bilancio ininterrottamente espansiva. Con il divorzio tra Banca d'Italia e Tesoro i tassi di interesse erano infatti tornati a essere positivi in termini reali; al venir meno dell'imposta da inflazione non erano però stati ridotti, con minori spese o maggiori entrate di altra natura, gli ampi disavanzi tendenziali che la politica di allora continuava a determinare.

La dinamica dei prezzi a seguito della svalutazione della lira fu particolarmente sorprendente. Nei giorni immediatamente successivi allo scoppio della crisi, si riteneva che la svalutazione sarebbe stata contenuta entro il 10 per cento in termini effettivi nominali. Nei due anni che seguirono la crisi la svalutazione fu addirittura nell'ordine del 30 per cento, ma l'inflazione, invece di aumentare in misura compresa tra i 10 e i 20 punti percentuali come ci si poteva aspettare sulla base delle elasticità stimate nel modello econometrico della Banca d'Italia, diminuì di oltre un punto. Due fattori contribuirono a questo risultato²⁰.

Da un lato, l'indicizzazione dei salari venne riformata nel 1992, proprio alla vigilia della crisi dello SME. Già nel 1990 vi era stata la disdetta unilaterale degli accordi di indicizzazione da parte della Confindustria e, nel 1991, era stato raggiunto un primo accordo formale tra le parti sociali. Nel luglio del 1992 fu sancita la fine della scala mobile e nel 1993 venne stipulato l'accordo conclusivo che stabilì, con la politica dei redditi fondata sulla "concertazione" tra le parti sociali, l'aggancio dei salari alla misura di inflazione programmata del Tesoro. Queste riforme furono decisive per evitare l'avvio di una spirale prezzi-salari.

Dall'altro lato, la politica di bilancio assunse un'intonazione decisamente restrittiva. Nei giorni che seguirono la sospensione della lira dagli Accordi europei di cambio il Governo varò una manovra senza precedenti (nell'ordine del 6 per cento del PIL). Il saldo primario divenne positivo per la prima volta in quasi trent'anni (e restò tale fino alla pandemia, con l'unica eccezione del 2009). Come è noto, i Governi succedutisi in quegli anni perseguirono, dal 1995, una graduale riduzione del debito pubblico, con misure

¹⁹ Cfr. D. Gressani, L. Guiso e I. Visco, "Il rientro dell'inflazione: un'analisi con il modello econometrico della Banca d'Italia", *Contributi all'analisi economica del Servizio Studi*, 3, Roma, Banca d'Italia, 1987.

²⁰ Cfr. A. Ferrando e D. Terlizzese, "Politica del cambio e inflazione; un esercizio controfattuale, 1988-1991", Appendice a F. Barca e I. Visco, "L'economia italiana nella prospettiva europea: terziario protetto e dinamica dei redditi nominali", Banca d'Italia, *Temi di discussione*, 175, luglio 1992; S. Siviero e D. Terlizzese, "Crisi di cambio e innovazioni nei comportamenti: alla ricerca di discontinuità strutturali nel modello econometrico della Banca d'Italia", in Banca d'Italia, *Ricerche quantitative per la politica economica, 1995 (vol. 2)*, Roma, Banca d'Italia, 1997.

volte a consentire la partecipazione del nostro paese fin dall'inizio, il 1° gennaio del 1999, all'Unione economica e monetaria.

Soprattutto operò in quegli anni un'azione di politica monetaria fermamente volta prima a contrastare il riaccendersi dell'inflazione, poi a determinarne la convergenza sui livelli prevalenti negli altri principali paesi europei. Già nelle sue prime *Considerazioni finali* il nuovo Governatore Antonio Fazio osservava esplicitamente nel maggio 1993 che "evitare il riaccendersi dell'inflazione è obiettivo primario della banca centrale"²¹. Divenne perciò sempre più chiaro il legame tra stabilità monetaria e stabilità dei prezzi. Dal maggio 1995 si iniziò a fissare un obiettivo esplicito d'inflazione da conseguire con variazioni dei tassi di interesse orientate da un sentiero di progressiva decelerazione dei prezzi al consumo. L'azione di politica monetaria ebbe successo, col risultato di abbattere permanentemente le aspettative d'inflazione e determinare in pochi anni il rientro su tassi d'inflazione coerenti con la partecipazione all'Unione economica e monetaria²².

Tale successo fu quindi coronato con l'ingresso dell'Italia nell'area dell'euro, nella quale la responsabilità della politica monetaria unica è affidata all'Eurosistema, di cui fanno parte la BCE e le banche centrali nazionali dei paesi membri. Il Consiglio direttivo della BCE, il principale organo decisionale dell'Eurosistema, regola la politica monetaria con l'obiettivo di garantire la stabilità dei prezzi, espressa dal raggiungimento di un tasso di crescita dei prezzi al consumo del 2 per cento nel medio periodo per il complesso dell'area. L'inflazione è quindi definita con riferimento a un concetto più ampio di quello nazionale. L'eventuale insorgere di ampie differenze tra paesi può essere affrontato mediante appropriate misure di bilancio e riforme strutturali e potrà essere attenuato dal completamento dell'Unione in tutte le sue declinazioni istituzionali: bancaria, del mercato dei capitali, di bilancio. Ma la situazione che dobbiamo oggi affrontare è quella di un'inflazione molto superiore all'obiettivo in tutti i paesi dell'area, con gravi costi per tutti i cittadini.

Veniamo perciò ai nostri giorni. Le ripercussioni economiche della crisi finanziaria globale del 2007-08, di quella dei debiti sovrani del 2011-12 e, da ultimo, della pandemia avevano indotto il Consiglio direttivo a ridurre decisamente i tassi ufficiali, mantenendoli su livelli straordinariamente bassi (addirittura negativi con riferimento al tasso di interesse sui depositi delle banche presso l'Eurosistema). Per contrastare i rischi di deflazione il Consiglio aveva anche fatto ricorso a misure "non convenzionali", tra cui, nel periodo 2015-18, l'acquisto di titoli pubblici (il *quantitative easing*). Il riemergere di tali rischi alla fine del 2019 e il loro accentuarsi a seguito della pandemia hanno portato il Consiglio a prolungare gli acquisti fino al primo semestre di quest'anno.

Come ho accennato, dallo scorcio del 2021 l'alta inflazione è tornata ad affliggere l'economia mondiale, con effetti particolarmente forti per i paesi avanzati, inclusa l'area dell'euro. In Europa all'origine di un fenomeno così dirompente troviamo, come negli anni

²¹ Cfr. A. Fazio, *Considerazioni finali sul 1992*, Roma, Banca d'Italia, 31 maggio 1993, p. 27.

²² Cfr. I. Visco, "Politica monetaria e inflazione in Italia, 1994-1996", in N. Acocella, G.M. Rey e M. Tiberi (a cura di), *Saggi di politica economica in onore di Federico Caffè*, vol. III, Milano, Angeli, 1999.

Settanta del secolo scorso, l'eccezionale aumento dei corsi dell'energia, oggi soprattutto legato al taglio, da parte della Russia, delle forniture di gas, dal quale il nostro continente è fortemente dipendente.

Dalla seconda metà del 2021 il prezzo del gas consegnato in Europa ha registrato una crescita senza precedenti, caratterizzata peraltro da una fortissima volatilità. Da valori inferiori a 20 euro per megawattora all'inizio del 2021 è salito, alla fine dello scorso agosto, a 340 euro, per poi scendere gradualmente, con il raggiungimento degli obiettivi di stoccaggio, su quotazioni comprese tra 100 e 130 euro. Anche il prezzo del petrolio è aumentato, pur se in misura più contenuta: da valori attorno a 60 dollari al barile nei primi mesi del 2021 ha toccato 130 dollari in marzo, assestandosi nelle ultime settimane a poco meno di 100.

In seguito a queste dinamiche, in ottobre l'aumento della componente energetica dell'indice dei prezzi al consumo ha superato, sui dodici mesi, il 40 per cento nell'area dell'euro. In Italia è stato pari a oltre il 70 per cento, sfiorando l'80 sui mercati non regolamentati e oltrepassando il 60 per cento su quelli tutelati. Stimiamo che quasi due terzi dell'aumento complessivo dei prezzi al consumo registrato negli ultimi dodici mesi sarebbero stati causati dai rincari dell'energia, sia direttamente sia attraverso gli effetti sui costi di produzione; una quota che sale a circa quattro quinti se si tiene conto anche dell'impatto dei prezzi dei generi alimentari che, pur se non legati all'energia, hanno comunque risentito del conflitto in Ucraina.

Lo straordinario incremento dell'inflazione è stato in gran parte impreveduto. Negli esercizi di proiezione condotti dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema gli errori relativi alla crescita dei prezzi al consumo nell'area dell'euro sono stati, nel 2022, molto maggiori che in passato, su livelli doppi di quelli massimi compiuti in precedenza; per l'Italia gli errori sono stati di analoga entità.

L'importanza delle sorprese sul fronte dell'energia nel determinare questi errori di previsione può essere messa in luce mediante un semplice esercizio controfattuale. Nelle proiezioni macroeconomiche condotte per l'Italia nel settembre 2021, quando i corsi dell'energia iniziavano a segnare una decisa accelerazione, si stimava una crescita dei prezzi al consumo pari in media, per i tre trimestri successivi, all'1,6 per cento. L'inflazione è stata, invece, circa 4 punti percentuali più alta. Se le dinamiche dei prezzi nei comparti energetico e alimentare registrate in quei tre trimestri fossero state note al momento di formulare le stime, l'errore di previsione sarebbe stato, nella media dei trimestri considerati, inferiore a un punto percentuale.

All'origine di questi errori vi è, perciò, una generale sottovalutazione, da parte degli esperti e, soprattutto, dei mercati (dalle cui quotazioni gli esperti derivano le ipotesi di base per le previsioni), dell'evoluzione della geopolitica. Lo scorso anno, in presenza di un recupero della domanda globale più rapido delle attese, l'insorgere di difficoltà di approvvigionamento ha ovunque sospinto i prezzi dei prodotti intermedi. Ma nell'area dell'euro ha soprattutto contato l'eccezionale rincaro dei prodotti energetici avviatosi alla fine dell'estate. L'intensificarsi delle tensioni geopolitiche, culminate con l'attacco della Russia all'Ucraina, è la ragione principale della persistenza e della diffusione delle

pressioni inflazionistiche che oggi osserviamo: se ancora alla fine del 2021 le quotazioni dei futures avevano continuato a scontare una progressiva discesa dei corsi del gas, il conflitto ha lasciato invece i prezzi del gas, correnti e attesi, su livelli molto elevati.

A fronte di un miglioramento delle prospettive economiche e dell'aumento delle aspettative d'inflazione a medio termine verso l'obiettivo di stabilità dei prezzi, lo scorso dicembre il Consiglio direttivo della BCE ha avviato la normalizzazione dell'orientamento monetario annunciando l'inizio di una progressiva riduzione degli acquisti netti di titoli nell'ambito dei programmi di "espansione quantitativa". Questo processo ha accelerato nella prima parte di quest'anno e gli acquisti sono stati conclusi alla fine di giugno.

Nella seconda metà di luglio abbiamo quindi deciso il primo rialzo dei tassi ufficiali che, da allora, sono stati complessivamente innalzati di 200 punti base; da valori negativi il tasso sui depositi detenuti dalle banche presso l'Eurosistema è salito all'1,50 per cento. Si è così compiuto un sostanziale passo in avanti nell'azione di riassorbimento dell'ampio accomodamento monetario attuato per contrastare il rischio di deflazione emerso dopo la crisi dei debiti sovrani e per limitare le ricadute della crisi pandemica.

Il rialzo dei tassi ufficiali è stato avviato quattro mesi dopo la Riserva federale. Unitamente al fatto che nell'area dell'euro l'inflazione ha di recente superato i valori toccati negli Stati Uniti (di 3 punti percentuali in ottobre), ciò ha indotto alcuni osservatori a ritenere che ci si sia mossi troppo tardi. Oltre al fatto che fino all'estate dell'anno scorso la crescita dei prezzi al consumo era da noi ancora inferiore al 2 per cento e quella al netto delle componenti più volatili non superava l'1 per cento, con aspettative d'inflazione non ancora in ripresa, alcuni fattori contribuiscono a spiegare la diversa tempistica della nostra azione.

Il più importante riguarda la differente risposta data dalle politiche di bilancio delle due economie alla crisi pandemica nel 2020-21. Gli interventi attuati negli Stati Uniti per sostenere le famiglie e le imprese, sono stati eccezionalmente forti. In questi due anni il rapporto tra debito pubblico e PIL è cresciuto di quasi 25 punti percentuali, superando il 130 per cento, a fronte di un aumento medio di meno di 15 punti nei paesi dell'area dell'euro, a circa il 95 per cento. Ne è conseguito un effetto notevole sul reddito disponibile delle famiglie statunitensi, che nel 2020 ha registrato il tasso di crescita più alto da quasi quarant'anni, con 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, dove il calo del prodotto è stato del 6,4 per cento, il reddito disponibile delle famiglie è invece diminuito, sia pure di poco (0,6 per cento). Gli effetti inflazionistici del surriscaldamento dell'economia americana sono stati amplificati dalla ripresa solo parziale dell'offerta globale dovuta alle ricorrenti ondate di pandemia, con colli di bottiglia nelle filiere internazionali di beni intermedi ed effetti negativi sulla produzione in molti paesi.

Una seconda differenza, correlata alla precedente, riguarda le condizioni del mercato del lavoro. Negli Stati Uniti il tasso di disoccupazione era pari in ottobre al 3,7 per cento, quasi 3 punti percentuali in meno rispetto all'area dell'euro. Di riflesso, la crescita dei salari supera, su base annua, il 5 per cento negli Stati Uniti, un livello difficile da riconciliare con un obiettivo d'inflazione del 2 per cento; nell'area dell'euro le retribuzioni contrattuali presentano invece al momento ritmi di aumento inferiori al 3 per cento.

Mentre l'impatto dei fattori di domanda appare dominante, quello dei fattori di offerta, pur rilevante, risulta negli Stati Uniti molto inferiore a quello che si sta registrando in Europa. In particolare, la crescita sui dodici mesi dei prezzi dell'energia è stata di quasi il 20 per cento, un valore elevato, ma pari a meno della metà di quanto osservato nell'area dell'euro.

Sull'attuale orientamento monetario della BCE sono anche state avanzate osservazioni di diverso tenore. Secondo alcuni commentatori il Consiglio direttivo si starebbe ora muovendo in modo troppo aggressivo. In primo luogo, starebbe prestando eccessiva attenzione all'inflazione corrente, non tenendo in debito conto che la politica monetaria esercita i suoi effetti sull'attività economica e sui prezzi con ampi ritardi. In secondo luogo, starebbe sottovalutando la possibilità che l'inflazione si riduca più velocemente del previsto a seguito dell'indebolimento dell'attività economica. Non avrebbe, infine, pienamente valutato le conseguenze di un irrigidimento sincronizzato delle politiche monetarie a livello globale, che non ha precedenti negli ultimi decenni.

In un contesto così incerto credo sia utile tenere conto di queste osservazioni. Ritengo tuttavia che la strada intrapresa sia quella necessaria per mantenere ancorate le aspettative d'inflazione e contenere il rischio di una spirale prezzi-salari che amplificherebbe gli effetti negativi dell'inflazione sulle nostre economie²³. Alcuni fattori ci confortano riguardo alla possibilità che la crescita dei prezzi si riporti sull'obiettivo del 2 per cento entro la fine del 2024, così come attualmente previsto dagli esperti della BCE e dell'Eurosistema.

Come ho ricordato, la dinamica salariale è finora rimasta nel complesso moderata. In Italia la crescita tendenziale delle retribuzioni contrattuali, al netto delle componenti *una tantum*, è salita all'1,2 per cento nel terzo trimestre, con un lieve aumento dall'inizio dell'anno, riflesso soprattutto del rinnovo dei contratti nel settore pubblico. Nella media dell'area dell'euro la crescita delle retribuzioni è stata pari al 2,8 per cento sui dodici mesi in agosto (invariata rispetto a luglio). La dinamica del costo del lavoro si rafforzerebbe negli ultimi mesi di quest'anno e nel 2023 per la parziale compensazione della perdita di potere di acquisto dei lavoratori e per gli aumenti connessi in alcuni paesi con gli incrementi dei salari minimi.

Le aspettative di inflazione di lungo termine sono ancorate. Secondo le proiezioni della BCE diffuse in settembre, nella media del 2022 la dinamica dei prezzi al consumo nell'area si collocherebbe al di sopra dell'8 per cento, si ridurrebbe al di sotto del 6 nel corso del prossimo anno e convergerebbe su valori poco al di sopra dell'obiettivo del 2 per cento nella seconda parte del 2024. Indicazioni analoghe emergono dalle quotazioni dei contratti legati all'inflazione (*inflation-linked swaps*) e dai sondaggi effettuati in ottobre presso gli analisti. Le attese delle famiglie rilevate dall'indagine della BCE pubblicata la scorsa settimana sono invece su valori leggermente più elevati, pari a poco più del 5 per cento nei prossimi dodici mesi e al 3 in un orizzonte di tre anni. Ciò verosimilmente riflette il peso notevole delle componenti più volatili dell'inflazione nel paniere di consumo dei

²³ Cfr. I. Visco, "Crisi energetica, inflazione e politica monetaria", intervento alle "Giornate di economia Marcello De Cecco", Lanciano, 1° ottobre 2022.

nuclei meno abbienti nonché una maggiore rilevanza di elementi retrospettivi nella formazione delle aspettative delle famiglie²⁴.

Al momento non vi sono quindi evidenti segnali né di una forte rincorsa tra prezzi e salari né di un rilevante “disancoraggio” delle aspettative d’inflazione. I rischi restano tuttavia significativi e questo spiega perché l’azione della politica monetaria non possa che proseguire nella direzione intrapresa. Ci viene chiesto, tuttavia, se non sia possibile esprimere con maggiore chiarezza tempi, dimensioni e punto di arrivo dei prossimi rialzi dei tassi. Da diverse parti si avanzano congetture su possibili livelli cui tendere, di equilibrio, “neutrali” o “naturali”. Ma si tratta di livelli la cui stima è a dir poco incerta e che, se pure hanno un senso, riguardano condizioni dell’economia ancora distanti dall’attuale.

Ritengo quindi che oggi non si possa fare altro che muoversi sulla base delle evidenze, su aspettative, costi del lavoro, margini di profitto e prezzi delle materie prime, che via via si renderanno disponibili, delle tendenze politiche ed economiche che si definiranno a livello internazionale, delle proiezioni e delle analisi di scenario da considerare sempre con prudenza ma essenziali per le decisioni. Decisioni che andranno prese nei prossimi mesi con la massima attenzione, ma senza formulare a priori sentieri più o meno realistici lungo i quali procedere. Nella fase attuale l’azione del Consiglio direttivo è comunque complicata, dopo risultati dell’economia migliori del previsto nei mesi estivi, dal brusco deterioramento delle prospettive di crescita, che riflette la perdita di potere d’acquisto dei redditi. Ciò, da un lato, richiama l’importanza di riportare al più presto l’inflazione sotto controllo; dall’altro, segnala il rischio che rialzi dei tassi troppo rapidi e pronunciati finiscano per amplificare il rallentamento dell’attività produttiva, portando la dinamica dei prezzi ben al di sotto dell’obiettivo.

Vi sono inoltre rischi per la stabilità finanziaria, anche connessi con il rapido deterioramento del quadro macroeconomico. A causa della sua architettura incompleta, l’Unione economica e monetaria continua a essere esposta al pericolo di fenomeni di frammentazione dei mercati finanziari lungo i confini nazionali. La loro materializzazione potrebbe portare a un inasprimento complessivo delle condizioni finanziarie ben superiore a quanto necessario per contenere l’elevata inflazione. Per contrastare questo rischio, come è stato annunciato, il Consiglio direttivo è pronto a ricorrere alla flessibilità dei reinvestimenti nell’ambito del programma di acquisto di titoli connesso con l’emergenza pandemica e al nuovo strumento di protezione della trasmissione della politica monetaria (*Transmission Protection Instrument*, TPI).

* * *

L’alto livello raggiunto dall’inflazione costituisce un onere pesante per le famiglie, soprattutto quelle meno agiate, che spendono una parte consistente del loro reddito per l’acquisto di beni alimentari ed energetici, nonché per le imprese, che vedono erodere la loro competitività. Il deciso intervento del Consiglio direttivo della BCE è

²⁴ Cfr. S. Neri, G. Bulligan, S. Cecchetti, F. Corsello, A. Papetti, M. Riggi, C. Rondinelli e A. Tagliabracchi, “On the Anchoring of Inflation Expectations in the Euro Area”, Banca d’Italia, *Questioni di Economia e Finanza*, 712, 2022.

volto a scongiurare il pericolo che l'elevata inflazione si trasli sulle aspettative e che si avvii una spirale tra prezzi e salari, come quella registrata, non solo in conseguenza dei due grandi shock petroliferi, in Italia negli anni Settanta. Ne derivò allora una durata della dinamica inflazionistica ben superiore a quella coerente con la stabilità monetaria che amplificò gli effetti negativi sull'economia. L'esperienza storica insegna che una crescita salariale in linea con la produttività, l'indipendenza e la credibilità della banca centrale e una conduzione responsabile della politica di bilancio sono i fattori necessari per preservare in tutta l'area dell'euro l'ancoraggio delle aspettative e riportare l'inflazione all'obiettivo del 2 per cento, come attualmente scontano le nostre previsioni.

In questa fase il compito della banca centrale è tuttavia particolarmente difficile. Le prospettive di crescita per l'area si stanno infatti deteriorando, riflettendo la perdita di potere d'acquisto dei redditi. Va quindi trovato il giusto equilibrio tra il rischio che l'inflazione resti elevata troppo a lungo e quello che il peggioramento della situazione economica finisca per ricondurre la crescita dei prezzi nel medio periodo al di sotto dei valori coerenti con l'obiettivo. Occorre inoltre essere consapevoli dei problemi che potrebbero derivare per la stabilità finanziaria, e in special modo del pericolo che si verifichino fenomeni di frammentazione dei mercati finanziari tali da rendere più complesso il perseguimento della stabilità dei prezzi.

I tassi di riferimento della politica monetaria – che nell'area dell'euro erano stati ridotti su valori straordinariamente bassi per rispondere alle ripercussioni economiche delle gravi crisi economiche e finanziarie registrate negli ultimi dieci anni – sono ancora al di sotto del livello coerente con il raggiungimento del nostro obiettivo di inflazione nel medio termine. La necessità di continuare l'azione restrittiva è quindi evidente, anche se le ragioni per attuare un approccio meno aggressivo stanno guadagnando terreno.

Rispetto alla nostra esperienza storica rileviamo la minore presenza nell'area di automatismi quale quello connesso all'operare della scala mobile e il venir meno di una debolezza cronica del cambio quale quella che si dovette affrontare con la fluttuazione della lira. Sul piano domestico l'aumento dei costi dell'energia può essere sì redistribuito tra percettori di reddito, con interventi mirati e temporanei a sostegno delle famiglie e delle imprese più colpite, ma possibilmente non tra generazioni attraverso slittamenti continui nel consolidamento del debito pubblico. Si tratta infatti di un mutamento di ragioni di scambio, una "tassa" sulla nostra economia che non è possibile rinviare al mittente e che non può essere eliminata attraverso vane rincorse tra prezzi e salari. Oltre a continuare a mirare a ridurre gli eccessi mediante misurate risposte a livello europeo, essa va contenuta nel tempo con la diversificazione delle fonti di approvvigionamento e gli investimenti in energie rinnovabili. Resta in ogni caso cruciale la responsabilità delle parti sociali.

Non è certamente opportuno contare sull'imposta da inflazione per contenere il peso del debito pubblico sull'economia: non si può che procedere con continuità con le riforme e gli investimenti così che il potenziale di crescita tragga vantaggio dalle risorse oggi disponibili per il Piano nazionale di ripresa e resilienza, mostrando al contempo prudenza

e responsabilità sul fronte delle pubbliche finanze. Il maggiore ritmo di espansione dell'attività economica e il proseguimento della tendenza decrescente del rapporto tra debito e prodotto potranno risolversi in un ritorno del differenziale di rendimento dei titoli di Stato rispetto agli altri principali paesi europei su livelli fisiologici, favorendo gli investimenti privati, l'occupazione e uno sviluppo equilibrato della nostra economia.

