

Università Cattolica del Sacro Cuore  
*Un futuro per l'Europa. Convegno in memoria di Giacomo Vaciano*

**La politica monetaria nell'area dell'euro:  
passato, presente e futuro prossimo**

Intervento del Vice Direttore Generale della Banca d'Italia  
Fabio Panetta

Milano, 6 aprile 2018



## 1. Introduzione<sup>1</sup>

La figura di Giacomo Vaciago fa parte della storia recente del nostro Paese. Dopo gli studi all'Università Cattolica e a Oxford, Giacomo è stato Professore di Economia Politica ad Ancona e di Politica Economica ed Economia Monetaria all'Università Cattolica di Milano. Nel 2016 l'Università Cattolica lo ha insignito del titolo di professore emerito, chiudendo un ciclo iniziato con la laurea nel 1964. L'intensità dell'impegno di Giacomo nella società e nelle istituzioni è nota: editorialista del Sole24Ore dal 1983; consigliere del ministro del Tesoro (1987-1989) e della Presidenza del Consiglio dei Ministri (1992-1993); sindaco di Piacenza (1994-1998); consigliere del Ministero per i Beni e le Attività Culturali (2003-2005) e del Ministro del Lavoro e delle Politiche Sociali (2014-2016).

Giacomo era un convinto europeista. Il suo ultimo libro "Un'anima per l'Europa", formula domande fondamentali sul futuro dell'Unione<sup>2</sup>. Il suo monito ai cittadini europei a "mettere insieme le loro virtù piuttosto che i loro vizi", come hanno fatto spesso in passato, è valido oggi come quattro anni fa, quando fu formulato.

Ma Giacomo era soprattutto un amico con il quale ho avuto la fortuna di lavorare più volte. Le discussioni con lui erano un'occasione per approfondire e analizzare i problemi con rigore, ma anche per sdrammatizzare e ironizzare.

La pagina che commemora Giacomo nel sito dell'Università Cattolica si apre notando che "*Chi ha assistito alle lezioni di Economia Monetaria e di Politica Economica di Giacomo Vaciago è stato molto fortunato, perché ha appreso cose che non si possono trovare nei libri di testo*". La politica monetaria degli ultimi anni sicuramente non è da libro di testo: non a caso Giacomo ne era un attento osservatore e un convinto sostenitore<sup>3</sup>.

In un intervento dell'aprile del 2016 ero partito dalla constatazione che nel decennio successivo a Lehman le banche centrali sono state più creative e intraprendenti di quanto ci si

---

<sup>1</sup> Ringrazio Piergiorgio Alessandri, Marco Casiraghi, Pietro Rizza, Stefano Siviero, Emilio Vadalà e Gabriele Zinna per le utili discussioni e per l'aiuto nella preparazione di questo intervento.

<sup>2</sup> "Proseguire sulla strada dell'unione? Come? Quella che abbiamo oggi è una unione economica solo in minima parte: troppo ancora contano le decisioni dei governi, nazionali e locali, e le tante corporazioni di ogni paese. Né si può parlare di unione monetaria finché non si realizza l'unione bancaria. Allora che cosa fa difetto alla nostra unione molto incompleta?"

<sup>3</sup> Intervistatore: "Ma può funzionare il *quantitative easing*?" Giacomo Vaciago: "Draghi ci ha messo un anno a convincere i tedeschi che questa operazione si poteva fare e non ha mai mollato; è lui, in fondo, il vero tedesco" (AGI Roma, 8 marzo 2015).

potesse attendere<sup>4</sup>. È naturale chiedersi cosa sia cambiato nei due anni scorsi, e aggiornare quelle riflessioni alla luce delle sfide che le banche centrali hanno oggi di fronte.

## 2. L'inflazione in Italia e nel resto del mondo: uno sguardo oltre il breve periodo

L'andamento recente dell'inflazione nelle principali economie è anomalo per almeno due motivi. Innanzi tutto, dopo lo scoppio della crisi finanziaria l'inflazione è stata assai bassa se confrontata con quella del secondo dopoguerra (figura 1)<sup>5</sup>. Inoltre, la sua variabilità è stata molto inferiore a quella passata. L'inflazione eccezionalmente e stabilmente bassa ha generato un dibattito sull'adeguatezza di obiettivi, strumenti e strategie delle banche centrali.

L'intensità e la varietà degli interventi di politica monetaria effettuati nei maggiori paesi negli anni scorsi è nota e ne evito l'elenco<sup>6</sup>. Meno note sono le prove del forte impatto di questi interventi sull'inflazione e sulla crescita nell'eurozona<sup>7</sup>. Il primo segno evidente della loro efficacia è il venir meno dei rischi di deflazione: nel 2014, prima dell'annuncio del *Public Sector Purchase Program* (PSPP)<sup>8</sup>, la probabilità di deflazione su un orizzonte di cinque anni superava il 30 per cento (figura 2)<sup>9</sup>; essa si è successivamente ridotta, fino ad annullarsi nel 2017. Quanto alla crescita, secondo le nostre stime il programma di acquisti *Asset Purchase Program* (APP) avrebbe innalzato l'attività produttiva per circa 2 punti percentuali cumulati nel biennio 2016-17<sup>10</sup>, in linea con le valutazioni fornite dal presidente Draghi<sup>11</sup>.

I benefici dello stimolo monetario non sono esauriti. Alla luce dei recenti segnali positivi sull'andamento dell'economia, lo scorso ottobre il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di prolungare gli acquisti mensili di titoli fino al settembre del 2018, riducendoli da 60 a 30 miliardi; contemporaneamente è stata rafforzata la *forward guidance*<sup>12</sup>.

---

<sup>4</sup> Panetta (2016).

<sup>5</sup> Tassi d'inflazione bassi (o negativi) erano più frequenti tra la fine dell'Ottocento e la Seconda Guerra Mondiale. Si tratta però di un mondo diverso da quello di oggi: il gold standard limitava l'offerta di moneta, il pieno impiego e la crescita non influenzavano le scelte delle autorità monetarie; cfr. Bordo e Schwartz (1999).

<sup>6</sup> Cfr. Visco (2016) e Banca dei Regolamenti Internazionali (2015).

<sup>7</sup> Cfr. Casiraghi, Gaiotti, Rodano e Secchi, (2016).

<sup>8</sup> Il PSPP, avviato nel marzo del 2015, prevede l'acquisto sul mercato secondario di titoli pubblici con vita residua tra 1 e 30 anni. Gli acquisti sono limitati al 33 per cento del valore della singola emissione, soprattutto al fine di non influenzare i prezzi di mercato.

<sup>9</sup> Le stime si basano sui prezzi delle opzioni sull'inflazione; cfr. Cecchetti, Natoli e Sigalotti (2015).

<sup>10</sup> Le stime sono ottenute utilizzando il modello di Burlon, Gerali, Notarpietro e Pisani (2015).

<sup>11</sup> Cfr. Draghi (2018).

<sup>12</sup> I tassi saranno alzati e i reinvestimenti interrotti solo ben dopo (*well-past*) la fine degli acquisti netti di titoli.

I segnali su inflazione e crescita sono incoraggianti, ma l'obiettivo non è stato ancora raggiunto. Il dibattito sulle cause della bassa inflazione è quindi cruciale. La domanda fondamentale è fino a che punto la bassa inflazione sia un fenomeno strutturale piuttosto che ciclico. La risposta ha implicazioni sia per la gestione della politica monetaria nel breve periodo, sia per la definizione delle strategie e degli strumenti delle banche centrali nei prossimi anni.

### **3. Le cause della bassa inflazione**

Tra i fattori alla base della *'low-flation'* sono spesso citati i cambiamenti strutturali degli ultimi decenni. Spiccano la globalizzazione e il progresso tecnologico, che stanno profondamente trasformando i processi produttivi a livello mondiale<sup>13</sup>.

La globalizzazione e il conseguente ingresso nel commercio internazionale di alcuni paesi emergenti, soprattutto quelli dell'Europa orientale e la Cina, hanno favorito la delocalizzazione della produzione di beni e servizi, rendendo l'inflazione nei paesi avanzati meno sensibile alle condizioni dell'economia nazionale, soprattutto quelle del mercato del lavoro. In molti comparti tradizionali ciò avrebbe determinato una convergenza dei costi di produzione nei paesi avanzati verso quelli, più bassi, dei paesi emergenti<sup>14</sup>.

Il secondo fattore, la diffusione delle nuove tecnologie, può comprimere l'inflazione in via diretta, accrescendo la produttività o generando pressioni al ribasso sui salari, limitando o eliminando alcuni lavori a basso valore aggiunto, sempre più spesso svolti da macchine. La produttività ha però rallentato negli ultimi dieci anni nelle economie avanzate<sup>15</sup>. La tecnologia può inoltre influenzare l'inflazione indirettamente, favorendo la globalizzazione e lo sviluppo delle catene globali del valore<sup>16</sup>. Tra i fattori tecnologici viene citato il cosiddetto "effetto Amazon"<sup>17</sup>: Internet permette ai consumatori di confrontare i prezzi di diversi venditori, riducendone i margini, con implicazioni sul livello e sulla dinamica dei prezzi<sup>18</sup>.

L'inflazione di un paese sarebbe quindi in larga parte indipendente dalla congiuntura economica nazionale, e ciò renderebbe più arduo il controllo dell'inflazione da parte delle banche centrali.

---

<sup>13</sup> Si veda ad esempio, il discorso di Weidmann del 18 gennaio 2018.

<sup>14</sup> Cfr. Auer, Borio e Filardo (2017).

<sup>15</sup> Si veda Manaresi e Pierri (2017).

<sup>16</sup> Per catena globale di valore si intende il processo organizzativo in base al quale le singole fasi della produzione sono svolte da imprese localizzate in diversi paesi.

<sup>17</sup> Si veda Forbes (2016).

<sup>18</sup> Cfr. Yellen (2017).

Ma questa diagnosi è parziale. La globalizzazione e la tecnologia hanno sicuramente esercitato pressioni al ribasso sui prezzi. Si tratta però di fattori operanti già da tempo, che possono concorrere a spiegare il lento calo dell'inflazione negli ultimi *decenni*, ma che proprio per questo non possono spiegare quello rapido degli ultimi *anni*.

Per di più, nel periodo più recente il processo di globalizzazione ha rallentato, non accelerato. È questo il caso dell'integrazione attraverso le catene globali del valore: a livello mondiale, la crescita della quota di valore aggiunto delle esportazioni generata al di fuori del paese esportatore si è arrestata dopo lo scoppio della crisi nel 2008 (figura 3)<sup>19</sup>. Un ragionamento analogo vale per l'*e-commerce*, che negli anni più recenti avrebbe influenzato i prezzi meno che in passato: negli Stati Uniti l'effetto Amazon avrebbe ridotto l'inflazione sulla spesa privata per consumi (*personal consumption expenditure*) dello 0,1 per cento, al di sotto dell'effetto *Walmart* dei primi anni duemila<sup>20</sup>. Peraltro, i margini dei venditori tradizionali non possono ridursi indefinitamente: una volta raggiunto il livello di equilibrio, eventuali rialzi dei costi devono necessariamente riflettersi sui prezzi finali dei beni.

Infine, gli effetti dell'integrazione dei mercati dei beni e dei fattori di produzione sembrano essere contenuti. In particolare, il nesso tra l'inflazione nell'area dell'euro e la capacità produttiva inutilizzata a livello globale è tenue<sup>21</sup>. Le analisi empiriche sono coerenti con l'ipotesi che la globalizzazione non abbia alterato la relazione tra inflazione e *output gap*<sup>22</sup>.

Nel complesso, non è agevole individuare la *low-flation* senza ricorrere a teorie tradizionali, da manuale di macroeconomia: *output gap* negativo e debolezza delle aspettative d'inflazione. Una interpretazione di questo tipo è coerente con la crescente reattività dell'inflazione al ciclo economico nell'area dell'euro negli ultimi anni<sup>23</sup>, ma richiede una analisi attenta dei dati.

Nell'area dell'euro dal 2013 il tasso di disoccupazione è calato di circa 3 punti percentuali, al livello attuale del 9 per cento. La disoccupazione è quindi tornata sui valori prevalenti prima della crisi dei debiti sovrani, mentre l'inflazione rimane inferiore a quella osservata in quegli anni. Ciò sembrerebbe contraddire una spiegazione della bassa inflazione

---

<sup>19</sup> OECD (2017).

<sup>20</sup> Charbonneau, Evans, Sarker e Suchanek (2017).

<sup>21</sup> Diverse analisi hanno valutato la possibilità di includere misure delle catene del valore e della capacità produttiva inutilizzata a livello globale nelle analisi dell'inflazione nell'area dell'euro basate sulla curva di Phillips; si veda Banca Centrale Europea (2017).

<sup>22</sup> Si veda ad esempio Gaiotti (2010).

<sup>23</sup> Riggi e Venditti (2015).

basata sul sottoutilizzo dei fattori produttivi e sul fatto che il livello di attività economica è inferiore a quello potenziale.

La contraddizione è però solo apparente. Il tasso di disoccupazione è una misura imperfetta dell'effettivo grado di utilizzo delle risorse lavorative, in quanto considera soltanto chi è in cerca di occupazione. Il saggio di disoccupazione sale infatti al 18 per cento se l'utilizzo del fattore lavoro è calcolato tenendo conto delle risorse non pienamente impiegate<sup>24</sup>. Si tratta di un valore non distante da quello del 2013 (20 per cento), alla fine dell'ultima recessione<sup>25</sup>. I risultati di analisi empiriche<sup>26</sup> corroborano l'ipotesi che nell'ultima espansione ciclica la crescita dei salari sia stata frenata da margini effettivi di utilizzo del lavoro inferiori a quelli segnalati dal tasso di disoccupazione<sup>27</sup>.

Anche la seconda tradizionale determinante dell'inflazione – le aspettative sulla sua evoluzione futura – può essere stata influenzata dal basso livello dell'inflazione effettivamente osservata. In una fase di mutamento del contesto economico le famiglie e le imprese, non disponendo di informazioni esaustive sullo stato dell'economia, possono aver formulato le proprie attese di inflazione in base a un processo di apprendimento graduale, che attribuisce peso maggiore agli andamenti recenti. In tal caso una sequenza di shock deflattivi (come quelli osservati nell'eurozona dal 2013) può aver contribuito a disancorare le aspettative di inflazione, rendendo più lunga e costosa la convergenza verso l'obiettivo della banca centrale<sup>28</sup>. Un meccanismo simile è coerente con i dati dell'*Indagine sulle aspettative di inflazione e crescita* condotta dalla Banca d'Italia: negli anni recenti le aspettative delle imprese sono state fortemente influenzate dalla (bassa) inflazione. Inoltre, le aziende sono oggi concordi nel prevedere una bassa inflazione, mentre in passato un'inflazione distante dal target era associata a un'alta dispersione delle aspettative; ciò suggerisce che i bassi livelli di inflazione non sono percepiti ormai come un'anomalia, ma sempre più come la norma<sup>29</sup>. Il calo delle aspettative di inflazione e la loro dispersione contenuta ne configurano un rischio di disancoraggio, rendendo più probabile la persistenza dell'inflazione effettiva su livelli bassi.

---

<sup>24</sup> Le risorse non pienamente impiegate includono gli occupati a tempo parziale (che sarebbero disponibili a lavorare più ore), le persone in cerca di lavoro ma non immediatamente disponibili e gli "scoraggiati" (coloro disponibili a lavorare ma che hanno smesso di cercare lavoro attivamente).

<sup>25</sup> Anche il numero di ore lavorate per occupato è tuttora inferiore del 4 per cento al valore medio pre-crisi.

<sup>26</sup> Bulligan, Guglielminetti e Viviano (2017).

<sup>27</sup> La crescita media delle retribuzioni nominali è stata dell'1,3 per cento dal 2013, ben inferiore a quella pre-crisi.

<sup>28</sup> Cfr. Busetti, Ferrero, Gerali e Locarno (2014).

<sup>29</sup> Cfr. Bartiloro, Bottone e Rosolia (2017).

I riflessi di questi andamenti si rilevano nella contrattazione salariale. Nel periodo a cavallo tra il 2015 e il 2016 in Italia le parti sociali in più casi non hanno tenuto conto dell'inflazione attesa nelle trattative<sup>30</sup>: molti dei contratti siglati allora ignoravano l'inflazione o prevedevano una indicizzazione automatica ex-post. In altri casi si è ritardato il rinnovo degli accordi scaduti. Per effetto di tali tendenze, meno di un quinto dei contratti vigenti alla fine del 2016 includeva l'inflazione prevista tra i parametri per determinare gli incrementi retributivi.

I dati suggeriscono quindi che il fattore lavoro è ancora fortemente sottoutilizzato, e che le aspettative di inflazione risentono degli shock deflattivi degli ultimi anni. Si tratta di problemi ciclici, non strutturali.

#### **4. Implicazioni per la politica monetaria**

Le considerazioni appena svolte spiegano e giustificano l'attuale politica monetaria espansiva dell'Eurosistema, volta a stimolare la domanda, ad accrescere l'utilizzo dei fattori di produzione e ad alimentare pressioni al rialzo sui salari. L'obiettivo è tornare a un'inflazione poco inferiore al 2 per cento e *self sustained*, ossia non determinata unicamente dalle politiche in essere o da fattori temporanei quali l'andamento del prezzo del petrolio. Come è stato sottolineato dal presidente Draghi, ciò richiede fiducia negli effetti della politica monetaria, persistenza nel perseguire l'obiettivo, pazienza nell'attendere che emergano gli effetti.

Le politiche dell'Eurosistema sono improntate alla prudenza richiesta in questa fase. Il Consiglio direttivo della BCE ha da poco ricalibrato gli acquisti di titoli pubblici e privati, estendendo la *forward guidance*. Ha annunciato che i tassi non verranno alzati per un tempo prolungato, che si estenderà ben oltre la fine degli acquisti netti di titoli mediante l'*Asset Purchase Program* – che durerà a sua volta almeno fino al settembre del 2018 – e che l'Eurosistema reinvestirà il capitale rimborsato dei titoli in scadenza per un lungo periodo dopo la fine degli acquisti netti, fino a quando sarà opportuno. Il Consiglio ha inoltre chiarito che l'intensità dello stimolo monetario sarà dosata in funzione delle condizioni economico-finanziarie dell'area. In marzo esso ha adeguato la propria comunicazione alla minore esposizione dell'economia a scenari estremi (*tail risk*) rispetto al passato<sup>31</sup>.

---

<sup>30</sup> Ciò è riconducibile anche alla volontà delle imprese di recuperare almeno in parte gli incrementi retributivi pagati nel triennio 2013-15 in eccesso rispetto all'inflazione realizzata.

<sup>31</sup> È stato eliminato il riferimento alla possibilità che dinamiche inflattive particolarmente deboli richiedano di potenziare l'importo e la durata degli acquisti.

Naturalmente ciò non elimina l'esigenza di valutare con largo anticipo, sin d'ora, le implicazioni della normalizzazione delle condizioni monetarie, che prima o poi avverrà. L'esperienza di altri paesi<sup>32</sup> indica che il ritorno alla normalità è un passaggio delicato, in cui si possono registrare tensioni e aumenti repentini della volatilità<sup>33</sup>. Ma indica anche che questo processo – se prudente e graduale – può essere gestito senza scosse per il sistema finanziario e per l'economia. Il Presidente Powell ha sottolineato l'importanza del gradualismo al fine di adeguare la politica monetaria al quadro macroeconomico e di conseguire gli obiettivi della *Federal Reserve*<sup>34</sup>.

Non vi è motivo per ritenere che nell'area dell'euro la normalizzazione monetaria non possa essere realizzata senza shock per il sistema finanziario e per l'economia reale, purché essa avvenga in un contesto di crescita robusta e in modo graduale. La gradualità è sempre essenziale quando vi è elevata incertezza sulle effettive condizioni macroeconomiche – e nell'area dell'euro ciò riflette soprattutto la difficoltà di misurare con precisione l'output potenziale e l'utilizzo del lavoro. La prudenza è inoltre necessaria per assicurare che le aspettative di inflazione tornino stabilmente in linea con l'obiettivo di stabilità dei prezzi, dopo la fase prolungata di bassa inflazione. Infine, rileva la distribuzione asimmetrica dei rischi: una uscita precoce comporterebbe rischi maggiori di una che si realizzi in ritardo, in quanto potrebbe ostacolare la ripresa e il ritorno alla stabilità dei prezzi.

I segnali sono incoraggianti. Ad esempio, in Italia i contratti siglati nei mesi più recenti sono tornati a far riferimento all'inflazione attesa<sup>35</sup>. Ma è necessario che la politica monetaria rimanga espansiva a lungo.

---

<sup>32</sup> La *Federal Reserve* ha interrotto gli acquisti di titoli nel 2014 e ha alzato i tassi per la prima volta un anno dopo. Solo successivamente ha ridotto i titoli in portafoglio. La normalizzazione della Banca d'Inghilterra è stata alterata dall'esito inatteso del referendum sulla Brexit, che ha richiesto ulteriori misure espansive.

<sup>33</sup> Nella primavera del 2013 i primi segnali di una possibile riduzione dello stimolo monetario da parte della *Federal Reserve* hanno provocato una brusca reazione dei mercati (il "*Taper Tantrum*"): i tassi d'interesse in dollari sono fortemente aumentati, causando un calo dei corsi azionari e un aumento della volatilità e dei premi per il rischio. La *Federal Reserve* ha mantenuto invariati gli acquisti di titoli fino alla fine dell'anno, sottolineando la differenza tra le variazioni del programma di acquisti e la gestione dei tassi d'interesse. Un aumento della volatilità si è registrato anche lo scorso febbraio, quando la pubblicazione di dati sul mercato del lavoro superiori alle attese ha destato timori di un rialzo dei tassi più veloce del previsto. La correzione è stata amplificata dall'utilizzo diffuso di alcune strategie d'investimento – gli "*short volatility trades*". Cfr. Bhansali e Harris (2018).

<sup>34</sup> "*We are in the process of gradually normalizing both interest rate policy and our balance sheet*". "*In the [FOMC's] view, further gradual rate increases in the federal funds rate will best promote attainment of both of our objectives*", (Powell, 2018).

<sup>35</sup> Alcuni dei contratti siglati nel terzo trimestre del 2017 (commercio, telecomunicazioni, trasporto merci e logistica, Poste) prevedono incrementi salariali significativi (cfr. Banca d'Italia, 2018). Inoltre, a differenza del biennio precedente, non sono stati previsti adeguamenti automatici all'inflazione realizzata, che potrebbero limitare la dinamica retributiva in un contesto di bassa inflazione.

## 5. Le prospettive dell'economia italiana

L'economia italiana è in grado di assorbire un innalzamento della curva dei rendimenti parallelo all'irrobustimento della congiuntura reale. Rispetto alla fase acuta della crisi, il PIL è tornato a crescere stabilmente, sulla spinta della domanda sia interna sia estera. I consumi sono stimolati dal miglioramento delle condizioni del mercato del lavoro e del clima di fiducia. Gli investimenti, in presenza di attese favorevoli sulle prospettive della domanda, sono tornati a espandersi a ritmi sostenuti; dovrebbero riportarsi sui livelli pre-crisi nel corso del 2019. La crescita delle esportazioni dal 2010 sopravanza quella della domanda estera potenziale; ha superato il 5 per cento nel 2017, nonostante l'apprezzamento dell'euro. Il saldo corrente della bilancia dei pagamenti, positivo dal 2013, nel 2017 ha registrato un avanzo di quasi il 3 per cento del PIL. La posizione debitoria netta è fortemente diminuita, dal 25 per cento del PIL nel 2014 a meno del 7,5 nel 2017, toccando il minimo dal 2002. Secondo le nostre proiezioni, nel prossimo triennio la posizione netta sull'estero continuerebbe a migliorare, fino a divenire positiva.

In questo contesto, si è rafforzata la situazione finanziaria sia di famiglie e imprese, sia delle banche; queste ultime – oltre a registrare un netto calo di flussi e consistenze di crediti deteriorati – beneficerebbero dell'incremento dei profitti che deriverà dal rialzo dei rendimenti di mercato<sup>36</sup>.

Anche nell'ambito della finanza pubblica, nonostante l'elevato livello del rapporto tra debito e prodotto – in parte eredità della crisi – un rialzo dei rendimenti in condizioni ordinate non metterebbe a rischio la sostenibilità dei conti. Dopo un aumento di 30 punti percentuali dall'inizio della crisi, nell'ultimo triennio il rapporto tra debito e PIL è rimasto sostanzialmente stabile grazie al miglioramento della crescita e agli avanzi primari. Inoltre, l'elevata vita media residua – superiore a 7 anni – contiene significativamente la sensibilità del costo del debito a uno shock ai tassi: secondo nostre stime, un rialzo permanente di 1 punto percentuale del costo di emissione del debito si tradurrebbe in un aumento della spesa per interessi in rapporto al PIL di circa 0,1, 0,2 e 0,4 punti nell'arco rispettivamente di uno, due e tre anni<sup>37</sup>.

Questi andamenti, pur confortanti, non bastano a cancellare dubbi e timori circa la sostenibilità del debito nel medio periodo. Nel prossimo decennio il rapporto tra debito pubblico e PIL calerebbe anche a fronte di un aumento dei tassi, a condizione però che il

---

<sup>36</sup> Banca d'Italia, (2017a).

<sup>37</sup> Banca d'Italia, (2017a).

differenziale tra costo del debito e crescita rimanga contenuto e che le politiche di bilancio siano prudenti (figura 4). In un tale scenario, il debito potrebbe scendere al 100 per cento del PIL in dieci anni in presenza di un avanzo primario in linea con gli obiettivi contenuti nella Nota di aggiornamento del Documento di economia e finanza dello scorso settembre<sup>38</sup>.

Il dato fondamentale in queste analisi non è il solo tasso d'interesse reale – “ $r$ ” nella convenzione dei macroeconomisti – ma il divario tra questo tasso e quello di crescita reale del PIL, cioè “ $r-g$ ”: a parità di debito iniziale, un'economia che cresce a ritmi più sostenuti può ovviamente sostenere oneri di finanziamento più alti<sup>39</sup>.

Non dobbiamo poi dimenticare che il costo del debito dipende anche dal premio al rischio richiesto dagli investitori. Contenere questa componente di premio è sicuramente più facile se le prospettive di crescita sono solide. Una crescita robusta è quindi cruciale per assicurare la sostenibilità del debito in un contesto di tassi crescenti<sup>40</sup>; in sua assenza, non esistono alchimie finanziarie né tanto meno portentose forme di austerità che possano garantire l'aggiustamento delle finanze pubbliche.

Né possiamo dimenticare che, quando sarà opportuno, la politica monetaria sarà normalizzata in maniera graduale a una velocità tarata sugli andamenti macroeconomici dell'area dell'euro nel suo complesso, e non su quelli dell'Italia.

Nel nostro Paese la situazione congiunturale è in miglioramento, ma il necessario innalzamento della crescita potenziale, di lungo periodo – il parametro  $g$  – richiede costanza e determinazione nella prosecuzione delle iniziative di riforma già avviate per sciogliere i nodi strutturali dell'economia italiana.

Si tratta di espandere il potenziale di crescita e non più, o non solo, di chiudere un *output gap* negativo. Agendo con rapidità saremmo in grado di sfruttare la sinergia tra politiche monetarie e strutturali: una politica monetaria espansiva a sostegno della domanda aggregata agevola l'attuazione delle riforme, riducendone i costi di breve periodo.

---

<sup>38</sup> Nello scenario base della figura 4 in cui il rapporto tra debito pubblico e PIL scende sotto il 100% nel 2027, si assume che l'avanzo primario aumenti al 3 per cento nel 2020, che il PIL cresca dell'1,5 per cento e che il tasso reale medio pagato sul debito pubblico converga al 2,5% nel corso di 20 anni.

<sup>39</sup> Se il costo del debito eccede la crescita del PIL ( $r > g$ ), la stabilizzazione del rapporto debito/PIL richiede un saldo primario positivo (entrate superiori alle uscite al netto della spesa per interessi). Il saldo che garantisce stabilità è tanto maggiore quanto più alto è il tasso di interesse e quanto più basso è il tasso di crescita del PIL. Cfr. Domar (1944). Per una analisi delle prospettive della finanza pubblica in Italia si veda Visco (2017).

<sup>40</sup> Un rialzo dei tassi che si accompagnasse a una maggiore crescita non minerebbe la sostenibilità neanche in paesi ad alto debito quali Italia e Giappone. Solo un aumento dei tassi slegato dalle prospettive di crescita genererebbe rischi; cfr. Blanchard e Zettelmeyer (2017).

Cogliere le opportunità dell'attuale fase ciclica favorevole consentirà inoltre di conseguire margini di manovra più ampi per affrontare in futuro le fasi cicliche avverse. Un debito pubblico più basso permetterebbe anche di ridurre le distorsioni dovute all'elevata pressione fiscale e di rilanciare gli investimenti in capitale fisico e umano.

Le considerazioni appena svolte sulla normalizzazione della politica monetaria ci ricordano che una politica di bilancio prudente è nell'interesse dell'Italia, indipendentemente dalle indicazioni delle istituzioni internazionali. Essa è necessaria per la stabilità economica e finanziaria, per la crescita.

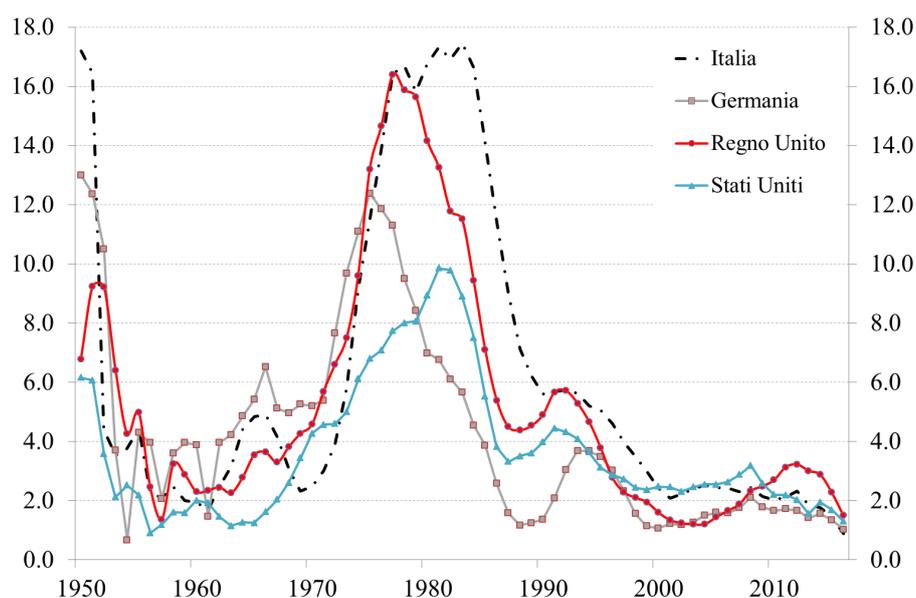
## **6. Conclusioni**

La politica monetaria ha avuto un ruolo fondamentale nel guidare l'economia e il sistema finanziario europeo fuori dalla crisi. La bassa inflazione rende necessaria l'attuale politica accomodante; nei tempi dovuti, la normalizzazione monetaria dovrà essere graduale e calibrata sulla base del quadro macroeconomico. L'economia italiana non deve temere questo processo di normalizzazione, ma potrebbe affrontarlo da una posizione ben più forte se non fosse gravata da un elevato rapporto tra debito pubblico e prodotto.

Il dibattito sulla normalizzazione monetaria riporterà alla ribalta il tema delle riforme. In un'economia con un alto debito pubblico e una bassa produttività, queste rivestono un ruolo imprescindibile per innalzare la crescita potenziale e ridurre, per questa via, la vulnerabilità dell'economia alla volatilità dei tassi d'interesse. È interesse di tutti proseguirle.

In un'intervista del 2013, a una domanda sui pro e i contro del Fiscal Compact, Giacomo Vaciago aveva risposto: "Io trovo ancora molti uffici pubblici dove la gente porta in giro pezzi di carta da un ufficio all'altro [...]. E ancora, mi arrivano mail in cui mi si chiede di mandare un fax o lettere da imbustare e affrancare. [...] Se ancora usiamo le tecnologie del secolo scorso è chiaro che la crescita non ci appartiene." Se facessimo uno sforzo collettivo convinto per le riforme e per utilizzare tecnologie "di questo secolo", faremmo anche un piacere postumo al collega e amico di cui oggi commemoriamo la scomparsa.

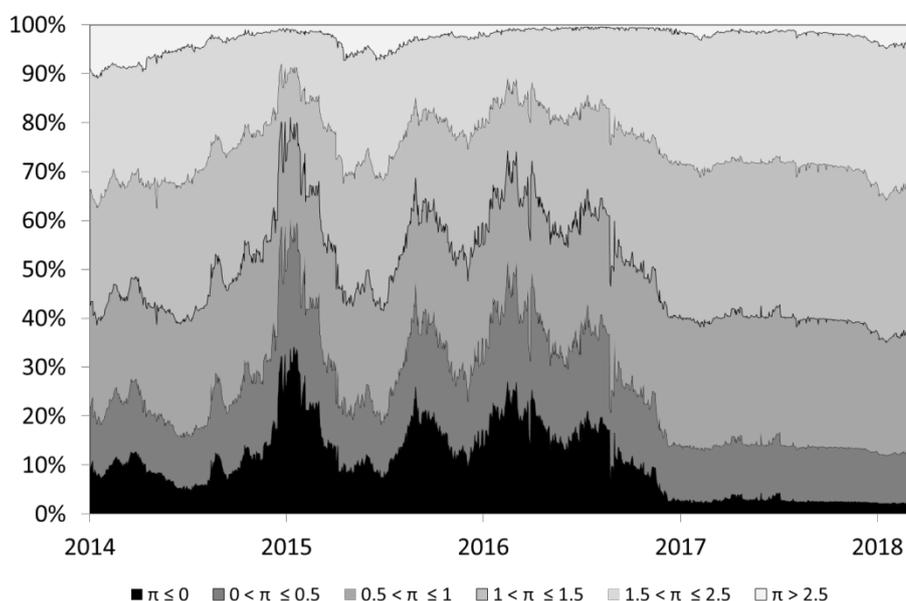
**Figura 1: L'inflazione dal 1946 a oggi**



Tassi di crescita annuali degli indici dei prezzi al consumo, medie mobili a 5 anni.

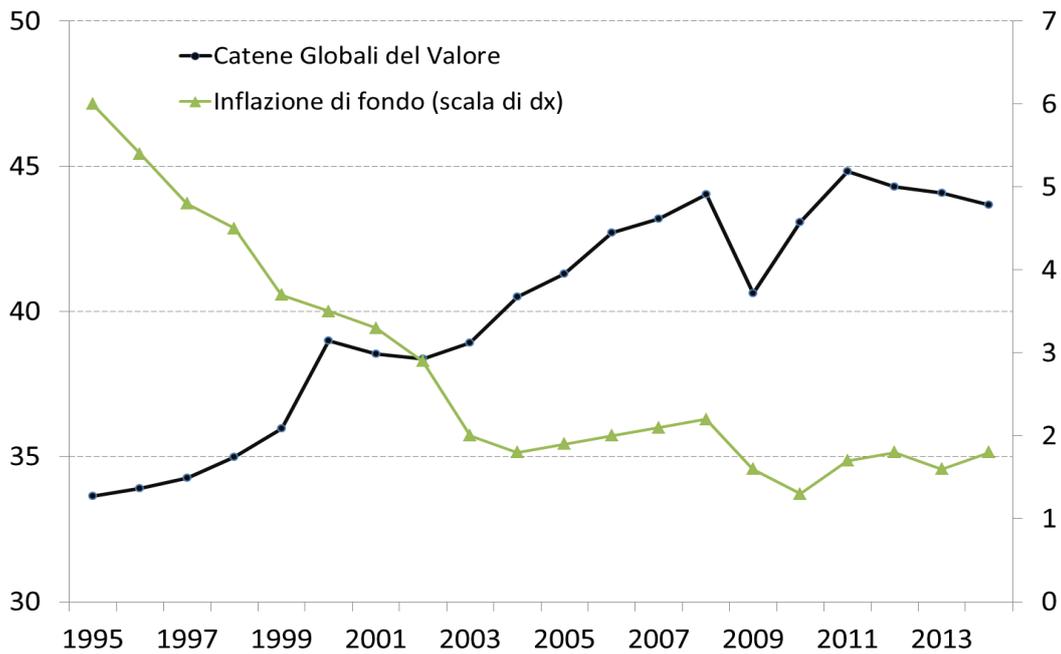
Fonte: C. Reinhart e K. S. Rogoff, "From Financial Crash to Debt Crisis", NBER Working Paper, 15795.

**Figura 2: Aspettative di inflazione ricavate dai prezzi delle opzioni**



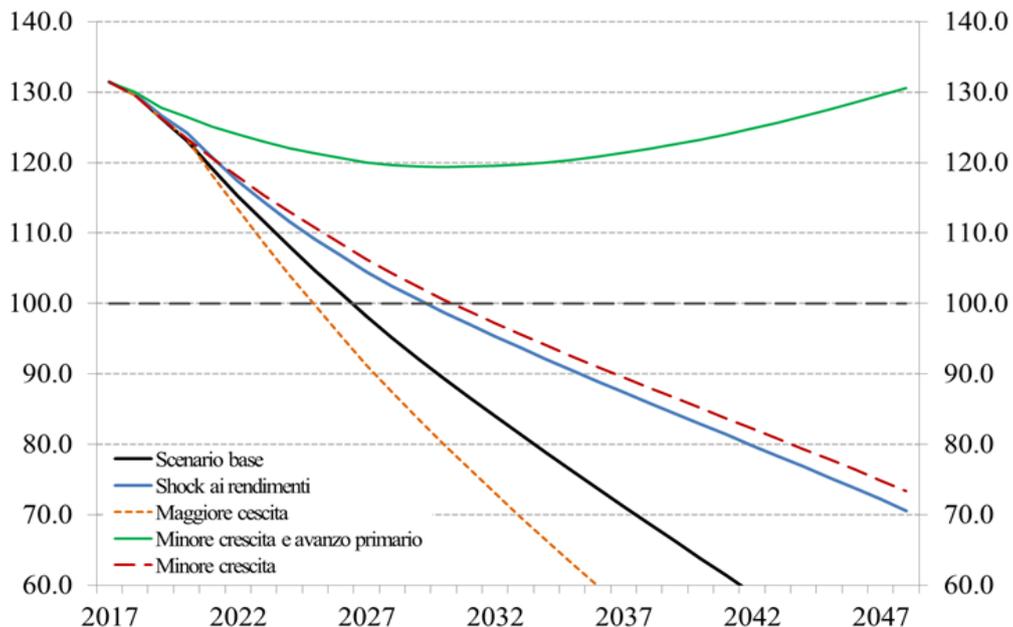
Probabilità neutrale al rischio (*risk-neutral*) dell'inflazione a 5 anni nell'area dell'euro implicita nei prezzi delle opzioni sull'inflazione. Per la metodologia utilizzata, cfr. Cecchetti, Natoli e Sigalotti (2015). Le probabilità *risk-neutral* riflettono sia l'inflazione attesa sia i premi per il rischio. La figura mostra l'evoluzione delle probabilità che l'inflazione, nei prossimi 5 anni, si collochi in diversi intervalli di valore. Probabilità di valori inferiori o uguali a zero sono rappresentati nella parte bassa (area scura) della figura.

**Figura 3: Catene globali del valore e inflazione**



Per la costruzione dei dati sulle catene globali del valore cfr. Borin e Mancini (2015). L'inflazione di fondo è calcolata al netto degli energetici e degli alimentari freschi e si riferisce alla media dei paesi OCSE. Fonte: OCSE.

**Figura 4: Simulazioni dell'andamento del rapporto debito pubblico/PIL**



Ipotesi nello "Scenario base": crescita potenziale ( $g$ ) pari a 1,5%; tasso reale medio pagato sul debito ( $r$ ) che converge al 2,5% in circa 20 anni; avanzo primario ( $D$ ) in aumento al 3,0% (nel 2020). Gli altri scenari sono costruiti modificando alcune ipotesi dello scenario base. "Shock ai rendimenti":  $r$  aumenta di 1 p.p. nel 2018 per poi convergere al 3,5% in circa 20 anni. "Maggiore crescita":  $g=2,5\%$ . "Minore crescita e avanzo":  $g=0,5\%$  e  $D=1,5\%$ . "Minore crescita":  $g=0,5\%$ .

## Riferimenti bibliografici

- Auer, R., Borio, C. e Filardo, A., (2017), “The globalisation of inflation: the growing importance of global value chains”, *Bank for International Settlements*, Working Paper, n. 602.
- Banca Centrale Europea, (2017), “L’inflazione nell’area dell’euro e le sue determinanti interne e globali” *Bollettino economico*, n. 4.
- Banca dei Regolamenti Internazionali (2015), Rapporto Annuale, Capitolo IV.
- Banca d’Italia (2017), *Bollettino Economico*, n. 1.
- Banca d’Italia (2017a), *Rapporto Stabilità Finanziaria*, n. 2.
- Banca d’Italia (2018), *Bollettino economico*, n. 1, 2018.
- Bartiloro, L., Bottone M. e Rosolia, A., (2017), “What does the heterogeneity of the inflation expectations of the Italian firms tell us?”, *Quaderni di Economia e Finanza*, n. 414.
- Bhansali, V., e Harris, L., (2018), “Everybody’s Doing It: Short Volatility Strategies and Shadow”, *Financial Analyst Journal*.
- Blanchard, O., e Zettelmeyer J., (2017), “Will rising interest rates lead to fiscal crisis?”, Petersen Institute for International Economics, *Policy Brief*, 17-27
- Bordo, M. D. e Schwartz, A. J., (1999), “Monetary Policy Regimes And Economic Performance: The Historical Record, in *Handbook of Macroeconomics*”, Volume 1, edito da J.B. Taylor and M. Woodford.
- Borin, A. e Mancini, M., (2016), “Follow the value added: bilateral gross export accounting, Banca d’Italia, *Temi di Discussione*, n. 1026
- Bulligan, G., Guglieminetti, E., e Viviano, E., (2017), “Wage growth in the euro area: where do we stand?”, *Quaderni di Economia e Finanza*, n. 413.
- Burlon, L., Gerali, A., Notarpietro A., e Pisani M., (2015), "Inflation, financial conditions and non-standard monetary policy in a monetary union. A model-based evaluation," *Temi di discussione* n. 1015.
- Buseti, M., Ferrero, G., Gerali, A., e Locarno, A., (2014), “Deflationary shocks and de-anchoring of inflation expectations”, *Quaderni di Economia e Finanza* n. 212.
- Business Community (2013), ([http://www.businesscommunity.it/m/\\_Gennaio2013/cover/Vaciago](http://www.businesscommunity.it/m/_Gennaio2013/cover/Vaciago)).
- Casiraghi M., Gaiotti E., Rodano, L., e Secchi, A., (2016), “The impact of unconventional monetary policy on the Italian economy during the sovereign debt crisis”, *International Journal of Central Banking*.
- Cecchetti, S., Natoli, F. e Sigalotti, L., (2015), “Tail co-movement in option-implied inflation expectations as an indicator of anchoring, Banca d’Italia”, *Temi di discussione*, 1025.
- Charbonneau, K., Evans, A., Sarker, S., e Suchanek, L. (2017). “Digitalization and Inflation: A Review of the Literature”, Bank of Canada, mimeo.
- Domar, E., (1944), “The Burden of the Debt and the National Income”, *American Economic Review*, 34(4).
- Draghi, M., (2018), *Hearing of the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, 26 febbraio.
- Gaiotti, E., (2010), “Has Globalization Changed the Phillips Curve? Firm-Level Evidence on the Effect of Activity on Prices”, *International Journal of Central Banking*.

- Forbes (2016), “How the Internet Economy Killed Inflation”, 28 settembre.
- Manaresi, F., e Pierri, N., (2018), “Credit supply and productivity growth”, *Temì di discussione*, n. 1168.
- OECD, (2017), “A Genie in A Bottle? Globalisation, Competition and Inflation”.
- Panetta, F., (2016), “Central banking in the XXI century: never say never”, Remarks at the SUERF/BAFFI CAREFIN Centre Conference on “Central banking and monetary policy: Which will be the new normal?”.
- Powell, J.H., (2018), *Testimony before the Committee on Financial Services*, US House of Representatives, Washington DC, 27 febbraio.
- Riggi, M., e Venditti, F., (2015), Failing to Forecast Low Inflation and Phillips Curve Instability: A Euro-Area Perspective, *International Finance*, 18: 47–68.
- Visco, I., (2016), “Modelli e metodi quantitativi per le decisioni di politica monetaria: limiti e nuove prospettive”.
- Visco, I., (2017), “Sviluppo dell’economia e stabilità finanziaria: il vincolo del debito pubblico”.
- Yellen, J., (2017), “Inflation, Uncertainty, and Monetary Policy”, Speech at the “Prospects for Growth: Reassessing the Fundamentals” 59th Annual Meeting of the National Association for Business Economics, Cleveland, Ohio, 26 settembre 2017.

