

Ignazio Visco

Politica monetaria, tassi d'interesse, inflazione

Febbraio 2022, con post scriptum gennaio 2023.

Introduzione

Federico Caffè è oggi ricordato soprattutto per le sue riflessioni sullo Stato sociale, il mercato del lavoro, la speculazione finanziaria. Ma Caffè, professore di politica economica, ha certamente considerato a fondo la natura e il *modus operandi* delle politiche di stabilizzazione economica, con particolare attenzione a questioni quali il rapporto tra “regole” e discrezionalità” degli interventi, non solo per quanto riguarda la politica di bilancio (“keynesiana”, anche se, pur attento nel definirla, sottolineava soprattutto la natura degli interventi anziché l’esegesi delle definizioni) ma anche per la politica monetaria. Ed è ancora istruttivo leggere, a distanza di così tanti decenni, le sue riflessioni riguardo al “processo inflazionistico”, non solo quelle contenute nel cap. 11 delle *Lezioni di politica economica* (Caffè, 1978 e successivi aggiornamenti, dal 1990 a cura di Nicola Acocella), ma anche quelle lucide e penetranti sulla “regolamentazione della liquidità interna” contenute nel cap. 4 di *Politica Economica, 2: Problemi economici interni* (Caffè, 1970).

Trovo ancora straordinari la determinazione e la capacità con cui Caffè collegava sviluppi teorici e fatti del mondo reale. In effetti, non vi è modo migliore di farvi riferimento che riprodurre quanto scriveva nell’esergo del volume del 1970: “L’esposizione fa costante riferimento agli svolgimenti del pensiero teorico, in quanto la concezione stessa della politica economica che essa riflette conduce alla ricerca sistematica dell’ausilio che le conoscenze teoriche recano alla soluzione dei problemi di politica pratica”.

Nell’ottobre di quell’anno andai a chiedergli di poter scrivere la mia tesi di laurea sotto la sua guida. Non mi diede scelta sul tema, che mi dettò lì per lì: “Verifica della tesi

dell'incorporamento dell'aumento dei prezzi nel tasso d'interesse". L'oggetto aveva a che fare con questioni quali la risposta dei tassi d'interesse a variazioni delle aspettative d'inflazione e le conseguenze per la condotta della politica monetaria (all'epoca nell'ambito dell'accesa controversia, in particolare negli Stati Uniti, tra "monetaristi" e "keynesiani").

Ci misi un po' a inquadrare la questione, ma poi da lì conseguirono molti sviluppi per i miei successivi interessi di ricerca, e non solo. Non è certo questa la sede per ripercorrere l'evoluzione, a volte l'involuzione, del dibattito sul ruolo e l'efficacia della politica monetaria degli ultimi 50 anni. Vale la pena, però, ricordare che nella sua analisi critica del "monetarismo", di Milton Friedman come di Karl Brunner, Caffè sottolineava soprattutto l'affermazione che "il settore privato dell'economia è *fondamentalmente stabile*", con il conseguente corollario che "le principali instabilità e incertezze del processo economico derivano dalle forme d'intervento nell'economia delle autorità pubbliche" (Caffè, 1978, p. 207).

Da quando Caffè scrisse queste parole gli sviluppi del pensiero economico, nelle sue dimensioni teoriche e quantitative, e della pratica della politica economica, nelle sue dimensioni macro e microeconomiche sono stati indubbiamente ampi e significativi. Sempre più l'attenzione si è andata spostando su questioni di natura "strutturale", volte a sottolineare difficoltà concrete che si incontrano nel mantenere, in un'economia di mercato, uno sviluppo il più possibile regolare, continuo e "sostenibile". E sempre più temi quali l'evoluzione demografica, l'apertura dei mercati, la distribuzione dei redditi, delle ricchezze e delle opportunità sono divenuti cruciali in un mondo straordinariamente cambiato dai tempi in cui Federico Caffè ci dava lezioni di economia, di politica economica e di vita.

Lo vediamo, in effetti, nei dibattiti dei nostri giorni. Con la fine della "guerra fredda" il mondo è divenuto "globale", da allora la popolazione mondiale è aumentata di oltre il 50 per cento, l'innovazione tecnologica ci ha portato su dimensioni che solo pochi decenni fa consideravamo fantascienza. E globali sono divenute le crisi finanziarie,

globale deve essere la risposta alla pandemia, mentre la crescita dell'economia mondiale, stimolata dall'apertura dei mercati e dall'innovazione, deve fare i conti con il cambiamento climatico di cui siamo pure direttamente responsabili.

Politica monetaria e rischi di deflazione

Anche per quanto riguarda le politiche di stabilizzazione economica molto è cambiato. Sicuramente sono mutati i meccanismi di trasmissione degli interventi monetari e di bilancio, con particolare attenzione alla risposta data a questi interventi dagli “agenti” economici: le aspettative di famiglie, imprese, intermediari finanziari, di cui Keynes aveva ben intuito e apprezzato la rilevanza, sempre più vengono considerate nel disegno della politica economica. Si parla quindi di “incentivi” e di “coerenza temporale” degli interventi, di risposta più o meno efficiente dei diversi mercati, dei rapporti tra stabilità monetaria e stabilità finanziaria, dell'importanza delle infrastrutture, inclusa l'architettura finanziaria internazionale, per l'efficacia (e i costi) delle misure decise dalle autorità dei diversi paesi. Pur registrando nel tempo una certa convergenza, e dopo avere assistito alla nascita e a un breve sviluppo e a una più o meno rapida fine – a volte spontanea, a volte indotta dall'esperienza – di diverse più o meno nuove “teorie” e “proposte” di politica economica, restano però alcune ampie differenze di fondo. In estrema sintesi, due punti sono cruciali: quanto conta la “moneta” in un'economia di mercato; quanto stabile è l'equilibrio macroeconomico (ammesso che esista e comunque lo si definisca).

Non ci si può infatti nascondere che ci si muove con ovvie difficoltà tra la Scilla dei “fallimenti del mercato” e la Cariddi dei “fallimenti dello Stato”. Ai primi Caffè certamente riservò considerazioni profonde e niente affatto obsolete; dei secondi, ancora dobbiamo sostenere, tra l'altro, le conseguenze di una crescita sproporzionata del debito pubblico, spesso motivata da imprescindibili esigenze di natura sociale ma altrettanto spesso con modesti benefici per l'economia nazionale e comunque non priva di gravi rischi di natura finanziaria.

Parte delle difficoltà sul piano macroeconomico, connesse in particolare, anche se non solo, con le instabili condizioni valutarie conseguenti alla fine, nel 1971, del sistema di Bretton Woods che aveva accompagnato la ripresa economica successiva ai disastri della Seconda guerra mondiale, sono venute meno con la nascita dell'Unione economica e monetaria e l'introduzione di una moneta comune nei paesi che aderiscono all'area dell'euro. È evidente, tuttavia, il limite che nasce dall'essere questa, come è stato spesso ricordato, una "moneta senza Stato". Si tratta di un limite che è divenuto particolarmente manifesto con la crisi finanziaria globale del 2008-09 e, da noi, con la crisi dei debiti sovrani che vi ha fatto seguito.

In queste situazioni il terreno di confronto tra la politica monetaria e le politiche di bilancio perseguite (con più o meno vincoli) dai diversi paesi dell'area si è rivelato particolarmente accidentato. È indubbio che siano stati commessi errori importanti, ma è soprattutto mancata la consapevolezza dell'importanza di un efficace e ben definito *policy mix* tra chi ha nell'area responsabilità per la stabilizzazione macroeconomica.

Due considerazioni sono state in effetti avanzate durante lo scorso decennio ed esse danno di fatto una risposta chiara ai due punti che ho prima messo in evidenza, l'importanza della moneta e la capacità di autoregolazione del sistema economico. Da un lato si è sempre più condivisa, anche per "preferenza rivelata", la tesi che in un'economia gravemente colpita dalla crisi finanziaria e dalle divergenze nelle capacità di sviluppo dei diversi paesi membri fossero necessari importanti interventi di stabilizzazione economica. Dall'altro, direi anche in questo caso per "preferenza rivelata", si è concluso che la componente monetaria rivestisse particolare importanza.

Purtroppo questo ha comportato l'assenza di una risposta condivisa sul piano delle politiche di bilancio, lasciando la politica monetaria unica operare come, per dirla con parole spesso ripetute negli ultimi anni, *the only game in town*. A questo riguardo, le conseguenze della crisi finanziaria globale, accentuate in Europa da quelle della crisi dei debiti sovrani, si sono manifestate soprattutto sul fronte dei rischi di deflazione. Per contrastarli e rispondere a una riduzione delle aspettative di inflazione che rischiava di

rendere precario il mantenimento della stabilità dei prezzi (allora definita dalla Banca centrale europea come un tasso d'inflazione vicino, dal basso, al 2 per cento, mentre oggi esso rileva in modo simmetrico per variazioni dei prezzi sia al di sopra sia al di sotto di questo livello) la politica monetaria ha dapprima operato riducendo drasticamente i tassi d'interesse sotto il suo controllo fino a farli diventare addirittura negativi in termini nominali.

A questo punto il problema principale era costituito dal fatto che i rischi di deflazione si associavano alla presenza di livelli molto alti di debito (pubblico, come è il caso del nostro paese, o privato, come per altri importanti paesi dell'area dell'euro). In un contesto di possibile deflazione da debito, un concetto originariamente associato alle riflessioni condotte da Irving Fisher negli anni della Grande depressione, si trattava quindi di contrastare possibili effetti recessivi e depressivi sui consumi delle famiglie e sugli investimenti delle imprese derivanti dalla tendenza all'aumento dei tassi d'interesse reali, quando quelli nominali incontrano un limite nell'“incorporare” riduzioni, effettive e attese, dei prezzi.

Con tassi d'interesse ufficiali ragionevolmente vicini al limite inferiore – non utilizzabili quindi per opporsi all'instabilità dei prezzi verso il basso, in un contesto di “disancoraggio” delle aspettative d'inflazione – le banche centrali sono intervenute con politiche monetarie “non convenzionali”, ossia interventi quantitativi (*quantitative easing*) volti a mantenere, attraverso l'acquisto di attività finanziarie, condizioni particolarmente favorevoli per il finanziamento dell'economia. Gli interventi quantitativi della Banca centrale europea, in particolare, hanno mirato, in contropartita della creazione di moneta (base monetaria), ad acquistare obbligazioni private e (soprattutto) titoli pubblici con diversa maturità per ridurre i tassi d'interesse su tutte le scadenze. Oltre agli acquisti di titoli sono state anche condotte operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine delle banche commerciali volte a indurle a offrire a imprese e famiglie prestiti a condizioni molto vantaggiose.

La questione di fondo affrontata in questi anni ha quindi riguardato come, e fino a che punto la politica monetaria sia in grado di rispondere a rischi di deflazione, nell'ambito tanto di schemi alla Keynes (di "trappola della liquidità"), quanto di schemi alla Wicksell e Friedman che evidenziano – con riferimento a tassi, non osservabili, cosiddetti "naturali" – il vincolo posto dall'esistenza di un limite inferiore per il livello del tasso d'interesse ufficiale deciso dalla banca centrale (non solo quindi lo "zero" ma anche il cosiddetto *effective lower bound*). Si può dire, al riguardo, che la politica monetaria condotta secondo modalità "non convenzionali" (non contando cioè solo sulla variazione dei tassi d'interesse ufficiali) ha avuto successo. I rischi di deflazione sono stati efficacemente contrastati, si è interrotta la discesa delle aspettative d'inflazione e si è reso possibile il ritorno ad aumenti dei prezzi al consumo in linea con l'obiettivo di una loro stabilità nel medio periodo.

In complesso, tra il 2014 e il 2019 gli interventi sono stati di ammontare molto elevato, con un aumento di dieci volte delle attività finanziarie detenute per finalità di politica monetaria nei bilanci dell'Eurosistema (Banca centrale europea e banche centrali nazionali) fino a quasi 3.000 miliardi di euro. Questi interventi e operazioni mirate di rifinanziamento a lungo termine hanno costituito a tutti gli effetti una novità assoluta nell'attuazione della politica monetaria.

A fronte di tutto questo però, è indubbio che con queste operazioni – attuate non solo dalla Banca centrale europea ma anche dalla Riserva Federale e dalla Banca d'Inghilterra – si sia largamente espansa la liquidità immessa nel sistema. Non si sono peraltro osservate pressioni sui prezzi più forti di quanto desiderato, anche se si è consapevolmente discussa nello scorcio del decennio, prima che all'inizio del 2020 scoppiasse la pandemia da Covid-19, la questione del ritorno alla "normalizzazione" della politica monetaria (con tassi d'interesse più alti a fronte del rientro delle aspettative d'inflazione in linea con l'obiettivo della stabilità dei prezzi) e di una graduale, ordinata, riduzione dell'attivo di bilancio delle banche centrali, eccezionalmente cresciuto con le operazioni straordinarie di acquisto di titoli (e di rifinanziamento delle banche).

Pandemia, tensioni geopolitiche e inflazione

Lo scoppio della pandemia ha indubbiamente complicato, però, il ritorno a una politica monetaria convenzionale. Prima di esaminare come si è inteso rispondere a questo nuovo shock di natura globale, mi pare utile avanzare una breve premessa. Ho parlato in precedenza del *policy mix* mancato, certamente nell'Unione europea e in particolare nell'area dell'euro, tra politica monetaria e politica (o meglio politiche) di bilancio. Vi è da dire che anche su questo il dibattito le conclusioni, a livello accademico ma non solo, sono state ampie e profonde. Al riguardo mi pare utile ricordare che la politica monetaria delle *Lezioni* di Federico Caffè aveva un ambito più ampio di quello cui oggi facciamo riferimento.

Da un lato le misure monetarie erano viste in congiunzione con altri interventi di stabilizzazione economica condotti dai governi, dall'altro con questi condividevano un obiettivo generale non limitato alla stabilità dei prezzi. Non è questa la sede per approfondire le ragioni che hanno condotto, non solo nel nostro paese, a dare particolare rilievo alla indipendenza della banca centrale e al ruolo essenziale assegnatole in materia anti-inflazionistica. Come notava a suo tempo Caffè parlando del “processo inflazionistico odierno”, non si trattava certo di affrontare rischi di una iperinflazione (ovvero, per usare le sue stesse parole, una inflazione “galoppante”) quali quelli, per intenderci, della Germania negli anni Venti del Novecento o quelli registrati più di recente in diversi paesi in via di sviluppo. Né si trattava di contrastare un'inflazione “strisciante”, quale quella che potremmo oggi ricomprendere nella stessa definizione di stabilità dei prezzi (il 2 per cento, per intenderci).

È indubbio tuttavia che la difesa da un’“alta” inflazione (e dai suoi costi), quale quella registrata in molti paesi avanzati, e tra questi in particolare in Italia, negli anni Settanta e Ottanta del secolo scorso, sia oggi diventata, per una banca centrale e la politica monetaria indipendente di cui essa è responsabile, l'obiettivo principale, anche in assenza di una formale “costituzione monetaria”. Si è affermata nel tempo la

consapevolezza che la stabilità dei prezzi, ossia il mantenimento di tassi di inflazione sufficientemente bassi e stabili nel tempo, favorisca uno sviluppo equilibrato dell'economia, la lungimiranza delle decisioni di spesa di famiglie e imprese, ne aiuti a preservare il risparmio e sostenere gli investimenti; sia quindi, in ultima istanza, condizione necessaria, ancorché non sufficiente come abbiamo appreso negli anni della crisi finanziaria globale, della stessa stabilità finanziaria.

Come ho però osservato con riferimento ai rischi di deflazione affrontati in “solitudine” dalla politica monetaria nello scorso decennio, gli interventi monetari possono dover essere anche notevolmente elevati in assenza, per scelta o per necessità, di appropriate misure da parte di altre politiche, macroeconomiche e strutturali. Non si tratta, ovviamente, di considerazioni nuove. Oltre cinquanta anni fa lo stesso Caffè citava, condividendolo, un pensiero di Duesenberry: “la politica monetaria è uno strumento potente e utile della politica economica, ma non può risolvere tutti i problemi di una data economia” (Caffè, 1970, p. 214; Duesenberry, 1964, p. 97). Di fronte ai cambiamenti e agli shock, sempre più di natura globale, che si manifestano e colpiscono le nostre economie, si parla quindi dell'importanza della cooperazione e del coordinamento tra le politiche economiche, spesso osservando come questi non possano limitarsi alle politiche condotte all'interno dei confini nazionali.

A questo riguardo, con lo scoppio della pandemia da Covid-19 sono subito emersi i suoi effetti pesantemente recessivi sulla domanda di famiglie e imprese connessi con le necessarie misure di distanziamento sociale e di prevenzione dei contagi introdotte nei diversi paesi. Ci si è anche interrogati sulle possibili conseguenze di più lungo periodo (la “nuova normalità”) nell'organizzazione produttiva, nelle modalità di lavoro e negli stessi “modelli” di consumo. La risposta della politica monetaria, volta sia a contenere rischi di instabilità monetaria sia a contrastare il ritorno di pressioni deflative, ha comportato il prolungamento delle misure espansive, continuando a mantenere tassi ufficiali particolarmente bassi e intensificando la crescita, con l'acquisto di titoli, della dimensione dei bilanci delle banche centrali, e in qualche misura quella dei relativi rischi finanziari (per l'Eurosistema ciò ha portato

l'ammontare complessivo di titoli all'inizio del 2022 a circa 5.000 miliardi di euro, quasi tre volte il prodotto interno lordo dell'Italia in un anno). Nello stesso tempo, questa volta gli interventi di bilancio pubblico sono andati nella stessa direzione, combinandosi quindi, in un mix particolarmente favorevole, con quelli della banca centrale.

Vi sono però state differenze di rilievo tra le diverse aree economiche. L'obiettivo largamente condiviso di contenere gli effetti più negativi di natura sociale, in particolare nel mercato del lavoro, sono stati perseguiti con una fortissima espansione del bilancio pubblico negli Stati Uniti e un maggiore equilibrio in Europa. Un semplice confronto aiuta a dare il senso di queste differenze. Nell'area dell'euro, a fronte di una caduta del prodotto interno lordo di quasi il 6,5 per cento nel 2020 gli interventi pubblici hanno consentito di contenere la caduta del reddito disponibile delle famiglie in circa mezzo punto percentuale in termini reali. Negli Stati Uniti, invece, a una minore caduta del prodotto (intorno al 3,5 per cento) ha fatto riscontro un aumento del reddito delle famiglie senza precedenti negli ultimi decenni, pari a oltre il 6 per cento.

Grazie a queste misure, e allo straordinario successo registrato in tempi molto ridotti sul fronte dei nuovi vaccini, con l'immunizzazione di una percentuale molto alta e crescente della popolazione, in particolare nei paesi avanzati la ripresa dell'attività economica nel corso del 2021 ha largamente superato le previsioni. Dalla seconda metà dell'anno si è altresì osservato un significativo e per la maggior parte inatteso rialzo dell'inflazione. Questa ha senza dubbio risentito, dal lato dei costi e dell'offerta, delle strozzature nelle catene produttive, dell'incremento di noli e tariffe nei trasporti internazionali di merci, di marcati rincari dell'energia. In alcune aree, soprattutto negli Stati Uniti, si sono osservate una forte espansione della domanda, in particolare di beni di consumo durevoli, e pressioni per aumenti salariali, favorite anche dalla fuoriuscita di molti occupati dalle forze di lavoro. A entrambi i fenomeni hanno evidentemente contribuito i forti trasferimenti statali, con un aumento del debito pubblico di circa un quarto tra la fine del 2019 e la fine del 2021.

Nell'area dell'euro, dopo un lungo periodo di incrementi dei prezzi al consumo ben inferiori al 2 per cento, nel gennaio del 2022 l'inflazione ha superato il 5 per cento, il valore più alto dall'avvio dell'unione monetaria. Diversamente che negli Stati Uniti, non sembra che questo aumento abbia particolarmente riflesso la ripresa dell'attività produttiva. Ben più forte è invece il contributo del rincaro dell'energia, che ha particolarmente risentito in Europa dell'eccezionale incremento del prezzo del gas naturale, cresciuto da 20 fino a un picco di quasi 200 euro per megawattora nel corso del 2021 e ancora intorno a 7 volte, all'inizio del 2022, il livello del gennaio 2020, contro circa 2 volte negli Stati Uniti. Anche il prezzo del petrolio ha continuato a salire, risentendo della maggiore domanda e recuperando già nella primavera del 2021, in un contesto di elevata volatilità, il calo segnato nel corso dell'anno precedente. Nell'area dell'euro, così come nel nostro paese, i rincari dell'energia hanno contribuito, direttamente, a oltre metà dell'aumento complessivo dei prezzi al consumo; ne hanno fortemente risentito, per il trasferimento dei maggiori costi, i prezzi finali dei beni e servizi prodotti dalle imprese.

Ma quali sono le ragioni di questi straordinari incrementi e le possibili conseguenze? E come deve rispondere la politica monetaria?

Da un lato, è indubbio che l'aumento dei prezzi dei prodotti energetici, in particolare del gas prevalentemente importato in Europa dalla Russia, riflette soprattutto il persistere delle tensioni di natura geopolitica, ma anche grandi difficoltà sul fronte delle strategie di natura industriale. Se è difficile prevedere come le tensioni evolveranno, osserviamo che esperti e mercati si attendono una graduale discesa delle quotazioni, anche se l'incertezza è molto elevata e non ci si può attendere il ritorno sui livelli prevalenti all'inizio del 2021. Occorre a questo riguardo tenere presenti due punti particolarmente importanti. Il primo consiste nella constatazione che oggi per l'area dell'euro l'aumento del costo dell'energia costituisce soprattutto uno shock di offerta, con effetti quindi potenzialmente recessivi su consumi e investimenti. Il secondo riguarda la natura di questo aumento: si tratta essenzialmente di una "tassa" esterna da non accomodare sui redditi nominali (salari e profitti). Vi è infatti il rischio

che si inneschi, come in anni ormai lontani, una spirale tra costi e prezzi, tale da richiedere interventi di contrasto anche con misure di politica monetaria. Se, forse a livello globale, aumenti dei prezzi delle materie prime potrebbero anche essere in parte imputati alla forte crescita della liquidità internazionale, riflesso del *quantitative easing* degli anni precedenti la pandemia e della sua prosecuzione nel periodo in cui gli effetti negativi di quest'ultima sono stati più intensi, è chiaro che per l'energia, almeno in Europa, le ragioni sono altre.

Quanto alla risposta di politica monetaria, osserviamo che anche se le aspettative d'inflazione sono in lieve risalita, restano bene ancorate, intorno al 2 per cento per quelle di mercato (che influenzano la determinazione dei tassi d'interesse). Tassi d'interesse reali ampiamente negativi, anche a lungo termine, implicano che un'uscita da una politica monetaria straordinariamente accomodante non può che essere nelle cose. La normalizzazione potrà essere graduale se: (a) la crisi energetica non si prolungherà e quindi il rientro dagli attuali, e possibilmente anche più elevati, livelli d'inflazione sarà effettivo; (b) non vi saranno effetti di secondo livello, e cioè ulteriori, ed effimeri, trasferimenti su salari e prezzi finali della "tassa energetica", senza peraltro riuscire ad allontanarla; (c) le aspettative di inflazione resteranno ancorate intorno al 2 per cento.

In ogni caso, gli effetti negativi sui redditi di famiglie e imprese che discendono dalla perdita di ragioni di scambio dovuta alla tassa suddetta non possono certo essere attenuati con la politica monetaria (per quanto "discrezionale" e non "automatica"); potranno invece servire misure di bilancio volte a compensarne le distorsioni più forti, tanto a livello produttivo quanto sulla distribuzione dei redditi (derivanti dalla perdita di potere d'acquisto per l'aumento del "costo della vita"). In quest'ambito, però, proprio non è auspicabile un ritorno all'indicizzazione salariale *ex post*, quale quella che era da noi all'opera al tempo della "tassa dello sceicco" e i cui effetti sperimentammo con la propagazione e il protrarsi degli straordinari incrementi del prezzo del petrolio successivi alla guerra del Yom Kippur dell'autunno del 1973 e alla rivoluzione in Iran alla fine degli anni Settanta.

All'epoca, Federico Caffè difese il permanere dell'indicizzazione (la "scala mobile") soprattutto con motivazioni di natura sociale e distributiva. Ritengo che alla base di questa posizione vi fosse una sostanziale sfiducia nella capacità della politica di far fronte, compensandoli, agli aumenti del costo della vita a carico dei lavoratori salariati più sfavoriti. Per altri, tra i quali io stesso, che avevano studiato a fondo le implicazioni fortemente distorsive della scala mobile (in un contesto in cui comunque la "tassa" non la si poteva evitare), l'indicizzazione *de jure* e *de facto* (almeno nei confronti dell'inflazione importata per l'acquisto di materie prime quali petrolio e gas) non avrebbe che prolungato l'inflazione a tassi più alti che in altri paesi, alimentando una spirale accentuata dalle pressoché inevitabili svalutazioni del cambio volte a recuperare almeno in parte le perdite di competitività.

Vale anche la pena di osservare che negli anni che seguirono la discesa dell'inflazione ebbe luogo più lentamente che nella media degli altri paesi europei. Se non è questa la sede per approfondirne le ragioni – dalla straordinaria espansione del debito pubblico nel corso degli anni Ottanta alla debole crescita della produttività nei servizi protetti dalla concorrenza e ai riflessi dei loro costi come input per i prodotti manifatturieri – è però il caso di ricordare che diversa fu la risposta all'indomani della gravissima crisi valutaria e della conseguente uscita della lira dagli Accordi europei di cambio del settembre 1992. In quella fase operò nei fatti nel nostro paese la "costituzione monetaria" auspicata, e promossa, oltre dieci anni prima, dal Governatore Carlo Azeglio Ciampi, costituzione fondata su tre fattori cruciali: "Autonomia della banca centrale, rafforzamento delle procedure di bilancio, codice della contrattazione collettiva" (Ciampi, 1981, p. 386). In altre parole, una politica monetaria indipendente e volta a conseguire la stabilità dei prezzi poteva avere pieno successo, in tempi relativamente brevi e a costi sociali contenuti, solo se sostenuta da una politica di bilancio attenta a tenere sotto controllo disavanzo e debito pubblico, e in presenza di una sostanziale attenzione al mantenimento di dinamiche retributive e dei margini di profitto compatibili con la stabilità dei prezzi (nell'ambito di una forma di politica dei redditi che prese a quel tempo il nome di "concertazione").

Non penso che oggi sia molto diverso da allora, anche se per la politica monetaria è utile osservare che non sembrano essere in atto generalizzate difficoltà sul fronte tanto delle aspettative d'inflazione quanto delle retribuzioni. Forse, possiamo essere un po' più ottimisti di allora sul fronte dell'efficacia dell'intervento pubblico a salvaguardia delle imprese e delle famiglie maggiormente colpite. E mirare quindi a una normalizzazione graduale della politica monetaria (anche se il suo ruolo preventivo non può mai essere escluso).

Comunque, chiuderei ricordando che anche se gli aumenti dei prezzi delle fonti di energia fossile sono oggi certamente eccessivi, per intensità e durata, il tendenziale incremento del loro prezzo relativo rispetto alle fonti rinnovabili andrebbe mantenuto come utile contributo alla sostenibilità dell'economia interna e globale, inclusa la stessa stabilità finanziaria.

Post scriptum

Questo testo essenzialmente riproduce le note sulla base delle quali sono intervenuto il 21 febbraio del 2022 all'incontro su "L'Italia a una svolta: le proposte di Federico Caffè", da cui trae origine il volume in cui esso è inserito. Vale solo la pena osservare che tre giorni dopo la Russia invadeva l'Ucraina, scatenando una guerra terribile sul piano umano e dalle conseguenze gravissime sul piano economico, in particolare per paesi così dipendenti dalle importazioni del gas dalla Russia quali quelli dell'Unione europea. Se possibile, le considerazioni a chiusura di questo intervento non possono quindi che essere rafforzate. La politica monetaria non può trascurare i riflessi inflazionistici – oltre quelli di un semplice e temporaneo shock di offerta – del rincaro dell'energia, divenuto da "temporaneo" a "prolungato" nel tempo, se non permanente, con prezzi del gas estremamente volatili, che nell'estate del 2022 hanno raggiunto i 350 euro a megawattora (dai circa 80 precedenti lo scoppio della guerra in Ucraina e i 20 della primavera del 2021) per poi tornare sugli 80 euro alla fine dell'anno.

Questi sviluppi sono stati quindi oggetto di altri interventi da me effettuati nei mesi successivi allo scoppio della guerra. Mi limito, a questo punto, a rinviare a quanto da me scritto nella Lezione La Malfa su “Inflazione e politica monetaria”, tenuta a Roma lo scorso novembre.

Riferimenti bibliografici

Federico Caffè, *Politica economica 2: Problemi economici interni*, Boringhieri, Torino, 1970

Federico Caffè, *Lezioni di politica economica*, Boringhieri, Torino, 1978

Carlo Azeglio Ciampi, *Considerazioni Finali*, Banca d'Italia, Relazione annuale per il 1980, Roma, maggio 1981.

James S. Duesenberry, *Money and Credit: Impact and Control*, Prentice-Hall, Englewood Cliffs, 1964.

Ignazio Visco, *Inflazione e politica monetaria*, Prima Lezione La Malfa, novembre 2022 (in corso di pubblicazione, Laterza, Bari-Roma, 2023).