

## **Pandemia, inflazione e politica monetaria**

Intervento di Ignazio Visco  
Governatore della Banca d'Italia

Giornate di economia "Marcello De Cecco"

Lanciano, 2 ottobre 2021

La pandemia sta comportando profonde trasformazioni delle caratteristiche della domanda e delle modalità di offerta. Oggi ci si chiede se le modifiche che stiamo osservando nella spesa delle famiglie saranno persistenti; se la fruizione di servizi sarà a lungo più limitata o se sarà semplicemente diversa, in particolare attraverso il ricorso più diffuso ai canali digitali; se il turismo cambierà e se l'interazione tra le persone sarà più limitata (e per quanto tempo) che nel recente passato. Contemporaneamente stiamo cercando di capire come evolverà la struttura della produzione, non solo per rispondere alle nuove esigenze dei consumatori ma anche in seguito al processo di transizione a un'economia con più digitale e necessariamente con minori emissioni di carbonio.

La digitalizzazione e la transizione ecologica sono, assieme all'inclusione sociale, i tre assi strategici, condivisi a livello europeo nell'ambito del Next Generation EU, attorno ai quali si sviluppa il Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza. Gli investimenti e le riforme, a cui è destinato, da oggi al 2026, un ammontare di risorse straordinario (191,5 miliardi, a cui si sommano 30,6 miliardi allocati mediante il Fondo complementare istituito con il Decreto Legge n. 59 del 6 maggio 2021 e ulteriori 26 miliardi da utilizzare, nei prossimi dieci anni per la realizzazione di opere specifiche e per il reintegro delle risorse del Fondo Sviluppo e Coesione), mirano a colmare le gravi e ben note carenze strutturali della nostra economia. La sfida, progettuale e realizzativa, che l'attuazione del Piano comporta, è straordinaria; oltre a recuperare il terreno perduto a causa della pandemia, si tratta di mettere solide e stabili basi per il ritorno su un sentiero di crescita più sostenuta dell'economia e dell'occupazione.

Dai cambiamenti indotti dalla pandemia, dal progresso tecnologico e dalla transizione ecologica possono derivare effetti non solo sull'attività economica, ma anche sulla configurazione dei prezzi relativi e, almeno temporaneamente, sui tassi di inflazione. Le implicazioni di questi cambiamenti devono pertanto essere attentamente valutate da chi governa la politica monetaria.

Tutte le principali banche centrali del mondo, incluso l'Eurosistema, orientano infatti i propri sforzi a garantire la stabilità dei prezzi al consumo, ossia a conseguire

un tasso di inflazione sufficientemente basso e stabile, tale da non interferire con le decisioni economiche delle famiglie e delle imprese. Una dinamica dei prezzi sufficientemente bassa e poco variabile contribuisce alla stabilità macroeconomica e finanziaria, preserva il risparmio e sostiene gli investimenti, favorisce un'allocazione efficiente delle risorse, la crescita dell'attività economica e l'occupazione.

La funzione di reazione della politica monetaria a variazioni inattese o indesiderate dei prezzi dipende, tra gli altri fattori, dalla natura degli shock che colpiscono l'economia. La banca centrale è certamente chiamata a intervenire nel caso di shock di domanda tali da mettere a repentaglio la stabilità dei prezzi nel medio periodo. Ad esempio, una politica di bilancio eccessivamente espansiva o uno sproporzionato incremento del credito possono spingere consumi o investimenti su valori non coerenti con il potenziale dell'economia, una variabile peraltro non osservabile. Ciò può ripercuotersi sui salari e sui prezzi con il rischio di innescare una spirale di aumenti. Misure restrittive di politica monetaria devono contrastare questo rischio ponendo un freno al surriscaldamento dell'economia. Nel caso invece di una restrizione creditizia generata da prolungata instabilità nei mercati finanziari la risposta espansiva della politica monetaria deve mirare a evitare che effetti depressivi sulle decisioni di investimento delle imprese e di consumo delle famiglie, inclusi gli acquisti di beni durevoli, determinino tendenze deflazionistiche che potrebbero diventare particolarmente gravi nel caso di amplificazioni causate dall'aumento dell'onere reale degli interessi sui debiti in essere.

La reazione agli shock di offerta è invece soggetta a un *trade-off*, dato che questi muovono i prezzi e l'attività economica in direzioni opposte, una situazione che non può essere contrastata dall'azione della sola politica monetaria. Si tende perciò a valutare che la banca centrale non debba reagire a shock di offerta, o quanto meno debba farlo in modo molto cauto, intervenendo solo laddove si generino, mediante la crescita dei salari o delle aspettative di inflazione, effetti "di secondo ordine" sui prezzi. Questa forma di *benign neglect* può essere raccomandata nel caso di un aumento del livello dei prezzi delle materie prime, non solo quando sia di natura temporanea ma anche quando, inteso come permanente e inevitabile mutamento dei prezzi relativi (e delle ragioni di scambio), si decida di assorbirlo – come una tassa non eludibile – senza trasferirlo su altri prezzi e salari.

La gestione della politica monetaria non si riduce ovviamente a queste semplici regole. Recenti studi suggeriscono, in particolare, che la banca centrale non debba necessariamente rispondere a shock di domanda indotti da un cambiamento strutturale. Questo è il caso di una variazione delle preferenze dei consumatori che riduce il consumo per i prodotti di alcuni settori e lo accresce per altri. Assorbire tale shock – che potrebbe materializzarsi, ad esempio, a seguito delle più marcate ripercussioni della pandemia sulla domanda di alcuni servizi rispetto a quella di beni durevoli – richiede infatti una variazione di salari e prezzi relativi, con un aumento nel secondo settore rispetto al primo. In questo caso, pertanto, un'inflazione temporaneamente più elevata non andrebbe contrastata, trattandosi di un incremento che facilita il necessario riaggiustamento dei salari e dei prezzi e che consiste in una variazione "di livello", con effetti solo transitori sul "tasso di crescita" dei prezzi.

Più in generale, la banca centrale dovrebbe agire con prudenza nel contrastare shock che appaiono avere una natura solo temporanea. I ritardi con i quali la politica monetaria dispiega i propri effetti, mediante la trasmissione al credito e alla domanda aggregata, sono infatti tali che il suo impatto sull'economia potrebbe materializzarsi quando lo shock è già rientrato. La difficoltà di distinguere con successo un "rumore", ancorché prolungato, da un "segnale" di pressione sui prezzi non destinata a rientrare in tempi brevi, con il rischio di produrre spirali al rialzo, può però essere in alcuni casi elevata. Oggi disponiamo più che in passato di informazioni e strumenti utili a guidare le decisioni di politica monetaria; come è ovvio queste decisioni terranno conto della necessità di mantenere stabili le aspettative.

### **L'impatto effettivo della pandemia sull'attività produttiva e sui prezzi**

Alla luce di tali considerazioni, è opportuno esaminare con attenzione le ripercussioni che la pandemia sta ancora avendo sull'economia dell'area dell'euro. L'impatto appare assai diversificato a livello settoriale: l'industria manifatturiera, dopo le chiusure disposte durante la fase più acuta dei contagi, ha segnato una ripresa più rapida e la produzione si colloca ora, sia per l'area nel suo complesso sia per l'Italia, su livelli superiori a quelli della fine del 2019. I servizi, specialmente quelli che comportano maggiori contatti e relazioni più strette tra le persone (come quelli ricreativi, ricettivi e turistici), hanno segnato una caduta senza precedenti e ancora non hanno ripreso a operare a pieno regime; in questo settore, pur in miglioramento, il valore aggiunto resta significativamente al di sotto dei valori pre-pandemici sia nell'area dell'euro sia in Italia (del 3 e del 5 per cento, rispettivamente, alla fine del secondo trimestre).

Come emerge anche dalle indagini della Banca d'Italia sulle famiglie, i consumi restano particolarmente condizionati dai timori di contagio, soprattutto quelli legati al turismo e al tempo libero, il cui peso sul totale è sceso l'anno passato da oltre il 21 a meno del 17 per cento. In Italia, secondo i conti nazionali, la spesa complessiva per servizi era ancora del 14 per cento più bassa nel secondo trimestre di quest'anno rispetto al livello precedente lo scoppio della pandemia; la spesa in beni durevoli ha invece già più che recuperato. Inoltre, sebbene la quota di popolazione vaccinata sia ampia nel nostro paese, così come nel complesso dell'area dell'euro, la gravità della pandemia in molte parti del globo rende il pieno ripristino dei flussi di turismo internazionale una prospettiva ancora lontana.

L'inflazione si era indebolita in misura marcata nel 2020, scendendo nell'area dell'euro e in Italia rispettivamente allo 0,3 e al -0,1 per cento nella media dell'anno. Vi avevano contribuito soprattutto la forte caduta della domanda, specie nei servizi più soggetti ai provvedimenti restrittivi introdotti per limitare il contagio, il connesso crollo dei prezzi dell'energia e specifici provvedimenti adottati da alcuni governi, come il taglio delle aliquote IVA attuato in Germania nel secondo semestre.

Dall'inizio del 2021 i prezzi alla produzione nel comparto industriale hanno però iniziato ad accelerare, salendo in luglio di oltre il 10 per cento rispetto allo stesso mese dello scorso anno sia in Italia sia nel complesso dell'area, a seguito del forte aumento delle componenti dei beni energetici e di quelli intermedi. Secondo i sondaggi condotti

presso i responsabili degli acquisti delle imprese manifatturiere dell'area dell'euro, i costi degli input hanno raggiunto in luglio il loro massimo storico, assestandosi poi nei mesi seguenti; le imprese hanno inoltre segnalato un allungamento dei tempi di consegna, in misura più rilevante in Germania, anche se si osserva un leggero miglioramento nei più recenti giudizi. Vi hanno contribuito "strozzature" nell'offerta delle materie prime e limitazioni nei trasporti, fattori determinati soprattutto dal persistere delle misure adottate per contenere la pandemia a livello nazionale e globale. Al momento tali strozzature sarebbero, peraltro, concentrate in pochi settori (come quelli nei quali è intenso l'utilizzo di semiconduttori, prevalentemente i comparti tecnologico e automobilistico) con particolare rilevanza per alcuni paesi (quali la Germania).

Le pressioni sui prezzi alla produzione dovrebbero rivelarsi temporanee e non tradursi in un rialzo persistente dell'inflazione. Stime recenti indicano che il *pass-through* dei prezzi alla produzione di beni intermedi su quelli al consumo di beni industriali (che tiene conto anche del peso che questi beni hanno nei costi di produzione) sarebbe piuttosto limitato, con una elasticità intorno a 0,1 sia per l'area sia per il nostro paese.

La dinamica salariale, anch'essa assai moderata, sembra al momento escludere potenziali effetti di second'ordine dai salari ai prezzi. La crescita delle retribuzioni contrattuali nel complesso dell'area è oggi decisamente inferiore al 2 per cento (escludendo alcune componenti transitorie erogate in Germania); in Italia, dove non supera l'1 per cento, la dinamica prevista dell'indice dei prezzi preso a riferimento nell'ambito delle contrattazioni è ancora modesta (pari al 4 per cento nell'intero quadriennio 2021-24). Gli ampi margini di forza lavoro inutilizzata dovrebbero inoltre contribuire a contenere gli andamenti salariali nell'area dell'euro, come prevedono i principali organismi internazionali, nonché, per la Germania, la Bundesbank (secondo cui l'aumento dei salari contrattuali si manterrebbe al di sotto del 2 per cento nel 2022).

L'insieme di queste valutazioni sulle prospettive per i prezzi è in linea con le proiezioni formulate il mese scorso dello staff della BCE, secondo le quali l'attuale rialzo dell'inflazione sarà perlopiù transitorio. La crescita dei prezzi al consumo si collocherebbe al 2,2 per cento nella media dell'anno in corso, per poi flettere all'1,7 nel 2022, coerentemente con quanto previsto dagli analisti privati censiti da Consensus Economics, e all'1,5 nel 2023, ben al di sotto quindi del tasso del 2 per cento considerato dal Consiglio direttivo della BCE come il valore congruente con la definizione di stabilità dei prezzi nel medio periodo. L'inflazione resterebbe debole anche al netto della componente energetica e alimentare.

Indicazioni analoghe provengono dalle quotazioni delle attività finanziarie indicizzate ai prezzi al consumo. Alla fine di settembre le aspettative di inflazione desunte, per l'area dell'euro, dagli *inflation swaps* si collocavano al 2,8 per cento sull'orizzonte a un anno e all'1,8 sia su quello tra uno e due anni in avanti sia su quello tra cinque e dieci anni in avanti. Inoltre, in base ai prezzi delle opzioni la probabilità di un'inflazione superiore al 2,5 per cento nella media dei prossimi cinque anni è oggi pari a circa il 23 per cento, un valore che resta più contenuto di quello di un'inflazione inferiore all'1,5 per cento (28 per cento).

## Implicazioni e sfide per la politica monetaria

Il tema della prolungata bassa inflazione è stato, insieme a molti altri, al centro del riesame della strategia di politica monetaria della BCE, terminato all'inizio dello scorso luglio. Per rendere l'azione della banca centrale più chiara ed efficace, il Consiglio direttivo ha stabilito di perseguire un obiettivo di inflazione del 2 per cento nel medio termine. Questo obiettivo è simmetrico e non rappresenta un limite superiore: scostamenti negativi e positivi sono ugualmente indesiderati. Il Consiglio ha altresì valutato che quando l'economia opera in prossimità del limite inferiore effettivo dei tassi di interesse ufficiali, per evitare che le deviazioni negative dell'inflazione dall'obiettivo si possano radicare nelle aspettative e nelle decisioni di spesa, è necessaria un'azione di politica monetaria più incisiva e persistente. Ciò potrà comportare un tasso di inflazione temporaneamente e moderatamente al di sopra del 2 per cento.

Anche sulla base dell'esperienza dell'ultimo decennio, queste valutazioni hanno contribuito a determinare l'attuale orientamento, particolarmente espansivo, della politica monetaria, che si manterrà accomodante fino a quando necessario. Lo scorso luglio abbiamo rivisto le indicazioni prospettiche sulla futura evoluzione dei tassi ufficiali prefigurando che resteranno su livelli pari o inferiori a quelli correnti finché le prospettive di inflazione non avranno raggiunto il 2 per cento ben prima della fine dell'orizzonte (triennale) delle proiezioni; un risultato, questo, che dovrà essere valutato come durevole e che dovrà essere accompagnato da progressi nell'inflazione "di fondo" sufficientemente avanzati così da essere coerenti con il mantenimento della stabilità dei prezzi nel medio periodo. Nei prossimi mesi continueremo a valutare attentamente tutte le opzioni disponibili, incluse quelle riguardanti i programmi di acquisto, per garantire che i prezzi al consumo si riportino, dopo tanti anni di debolezza, al più presto e stabilmente su tassi di crescita in linea con il nostro obiettivo.

È certamente lecito chiedersi, anche alla luce degli aumenti dei prezzi osservati negli ultimi mesi non solo nell'area dell'euro, quanto siamo vicini a raggiungere questo obiettivo. Se il recente rialzo dell'inflazione appare essere in gran parte dovuto a fattori temporanei e non vi sono oggi segnali di surriscaldamento negli andamenti dei salari e delle aspettative sulla crescita dei prezzi, il rischio di un'inflazione più elevata e persistente di quanto attualmente previsto va attentamente monitorato. Da un lato pressioni sui prezzi moderatamente superiori a quanto atteso, anche se dovute solo a "strozzature" nell'offerta, potrebbero portarci più velocemente verso l'obiettivo del 2 per cento; dall'altro dobbiamo evitare che rialzi eccessivi e prolungati dei prezzi conseguenti all'uscita dalla pandemia, peraltro ancora da perseguire con decisione soprattutto a livello globale, possano radicarsi nei comportamenti e nelle aspettative. Questo ovviamente non significa che non siamo consapevoli, anche sulla base dell'esperienza storica, dei rischi per la stabilità dei prezzi come per quella finanziaria di una riduzione prematura dello stimolo monetario.

Ma l'impatto della pandemia sulla dinamica dei prezzi è solo una delle sfide cui le banche centrali oggi devono (e dovranno domani) far fronte. Così come negli ultimi anni, anche nel prossimo futuro la dinamica dei prezzi e la gestione della politica monetaria potranno essere influenzate in direzioni e con intensità non facilmente prevedibili da

importanti fattori di medio-lungo periodo, quali le tendenze demografiche, i movimenti nella distribuzione dei redditi, la transizione ecologica, i livelli elevati dei debiti pubblici e privati.

Grandezze, o variabili, quali il tasso "naturale" di interesse (introdotto da Wicksell e oggi alla base di molte delle analisi condotte con i modelli dinamici di equilibrio generale "neo-keynesiani") o l'"efficienza marginale" del capitale (da confrontare nell'analisi del Keynes della Teoria generale con i tassi di interesse determinati sul mercato dalla preferenza per la liquidità e dalla disponibilità di moneta) sono entrambe non osservabili. Da queste grandezze, così come dai fattori menzionati in precedenza, derivano tuttavia effetti su investimenti e risparmio tali da determinare, indipendentemente dall'aderire con forza all'uno o all'altro schema teorico, la necessità di contrastare le tendenze deflattive emerse negli ultimi anni con misure di politica monetaria fortemente espansive (o "non convenzionali" nella definizione prevalsa negli ultimi decenni che considera convenzionali interventi sui tassi di interesse controllabili, e controllati, dalla banca centrale).

Che si sia infatti trattato della morsa della "trappola della liquidità" o della sola prossimità al "limite minimo" possibile (l'*effective lower bound*) per il tasso di interesse nominale controllato dalla banca centrale (limite oggi addirittura negativo), la politica monetaria ha reagito negli ultimi anni creando moneta attraverso acquisti massicci di attività finanziarie (il "*quantitative easing*"). L'obiettivo della stabilità dei prezzi è andato quindi di pari passo con la necessità di accrescere la domanda aggregata e contrastare la disoccupazione. Nell'emergenza pandemica, che ancora stiamo vivendo, l'azione della politica monetaria si è così affiancata a quella delle misure di bilancio (incluse in Europa quelle, di natura strutturale, definite dal programma Next Generation EU), in un virtuoso *policy mix*.

È ora intensa l'attività di ricerca volta a gettare luce sui possibili effetti dei cambiamenti in corso nelle condizioni di fondo della società e dell'ecosistema. Mi limiterò qui a poche considerazioni che danno conto della complessità delle questioni da affrontare. Nell'ambito di uno schema di equilibrio generale nel quale ha rilievo, nel più lungo periodo, la congruenza tra il prodotto e il suo potenziale, peraltro anch'esso non osservabile, in un contesto di prezzi flessibili, un primo elemento di incertezza riguarda le determinanti del tasso di interesse naturale da cui dipendono "i margini di manovra" della banca centrale.

Pur con tutte le cautele del caso, le analisi empiriche concordano nel concludere che negli ultimi decenni il tasso di interesse naturale è nettamente calato nelle principali economie avanzate. La sua diminuzione sarebbe ascrivibile in prima battuta a fattori demografici e tecnologici, all'aumento delle disuguaglianze e, a partire dalla crisi finanziaria globale, a fattori finanziari, quali una maggiore avversione al rischio a livello globale e un eccesso di risparmio nelle principali economie emergenti. È questo il fenomeno che avrebbe progressivamente indotto le banche centrali a ridurre "il valore medio" dei tassi ufficiali, fino a portarli, negli ultimi anni, in prossimità del loro limite inferiore. Ciò avrebbe contribuito a limitare il possibile utilizzo dei tassi a breve termine per rispondere a shock negativi, spingendo le banche centrali ad adottare un più ampio ventaglio di strumenti, incluse le cosiddette misure non-convenzionali, tra cui l'acquisto di attività finanziarie.

Data l'incertezza sulle cause di questo fenomeno, è al momento difficile dire quali potrebbe essere l'evoluzione futura del tasso naturale. Riforme strutturali orientate a innalzare il potenziale di crescita dell'economia (e, direi anche, alla Keynes, la profittabilità degli investimenti) e politiche di bilancio che mirino a una più equa distribuzione dei redditi, ad esempio, potrebbero farlo aumentare facilitando i compiti della politica monetaria. Al contrario, il permanere del tasso naturale sugli attuali livelli o una sua ulteriore diminuzione continuerebbero a pesare sui margini di manovra a disposizione delle banche centrali, obbligandole a individuare sempre nuove modalità di sostegno all'economia e alla dinamica dei prezzi e rendendo particolarmente pericolosa la minaccia della deflazione.

Alcuni fattori strutturali non incidono solo sui margini di manovra della banca centrale ma anche direttamente sulla dinamica dell'inflazione. È questo il caso della transizione ecologica. Larga parte delle analisi disponibili tendono a suggerire che questo processo potrebbe comportare un aumento dell'inflazione, che complicherebbe il lavoro delle banche centrali, soprattutto nel caso in cui il quadro congiunturale dovesse rivelarsi particolarmente debole. Studi recenti, anche di economisti della Banca d'Italia, indicano tuttavia che, quando si tengono in conto gli effetti più generali di una *carbon tax* tale da indurre una rapida, ancorché necessaria, transizione verso una economia a "emissioni zero", il suo impatto nelle prime fasi di aggiustamento potrebbe addirittura essere deflattivo, anche in assenza di contemporanei incentivi che riducano i costi dell'energia da fonti rinnovabili. La deflazione sarebbe il risultato delle ricadute negative della tassa sull'attività economica, che potrebbe calare anche in misura marcata. A differenza di quanto normalmente si sostiene, il problema per le banche centrali potrebbe quindi essere quello di una inflazione troppo bassa, che acuirebbe i rischi di disancoraggio verso il basso delle aspettative.

Con riferimento alle politiche da mettere in atto per conseguire l'obiettivo della stabilità dei prezzi ed evitare squilibri sul piano finanziario andrà inoltre tenuto conto del fatto che le banche centrali agiranno in un contesto in cui i debiti pubblici e privati sono fortemente aumentati in quasi tutte le economie avanzate. Nel 2020 il rapporto tra debito pubblico e prodotto è salito di 14 punti percentuali nell'area dell'euro, fino al 100 per cento. L'alto debito costituisce una fragilità intrinseca: espone al rischio di shock finanziari, crea una incertezza di fondo che si riflette sugli oneri di finanziamento e, in assenza di decisi miglioramenti infrastrutturali, scoraggia gli investimenti privati. Esso tende inoltre a complicare la fase di normalizzazione delle misure di politica monetaria.

Tuttavia, per il complesso dell'area e ancor più con riferimento al nostro paese, se l'uscita dall'attuale fase ultra-espansiva procederà correttamente, quando la crescita sarà più forte e l'inflazione più elevata, in linea con l'obiettivo della banca centrale, il suo impatto sulla sostenibilità del debito pubblico non dovrebbe essere motivo di preoccupazione. Grazie anche alla lunga maturità del debito pubblico, si potrebbe persino realizzare uno scenario in cui anche con tassi di interesse più elevati, in un contesto di crescita nominale sufficientemente forte, il ritmo di riduzione del rapporto tra debito e prodotto acceleri, anziché rallentare. Una volta superata la crisi, i governi con uno spazio fiscale limitato, come il nostro, dovranno però innalzare i saldi di bilancio primari e diminuire l'incidenza del debito, anche sfruttando il differenziale attualmente favorevole tra la crescita dell'economia e l'onere da interessi.

\* \* \*

L'Eurosistema continuerà a garantire il necessario supporto all'economia finché il mercato del lavoro resterà debole e il grado di capacità inutilizzata si manterrà elevato. Quando verrà il momento, la sfida per la politica monetaria sarà quella di saper correttamente tirare il freno, senza provocare inutili tensioni e restando comunque pronta a premere di nuovo l'acceleratore qualora ciò tornasse necessario.

Molto inoltre dipenderà dalle decisioni di politica economica e di politica *tout court* che si andranno a determinare nell'Unione europea e nell'area dell'euro nel prossimo futuro. L'esperienza e la profondità delle conoscenze storiche di Marcello De Cecco, a cui sono dedicate queste "giornate di economia" cui partecipo sempre con interesse, sarebbero state di enorme aiuto nell'individuare le decisioni più giuste. La Banca d'Italia, facendo anche tesoro delle sue riflessioni, sempre acute nel suo stile certo non prossimo ai conformismi di maniera, continuerà a dare il suo contributo, anche mediante analisi e ricerche, per fare in modo che questa fase, ancora incerta e difficile, sia superata con successo.