

SPEECH

Rompere la persistenza dell'inflazione

Discorso di Christine Lagarde, Presidente della BCE, al Forum 2023 della BCE sulle banche centrali sul tema "Stabilizzazione macroeconomica in un contesto di inflazione volatile" a Sintra, Portogallo

Sintra, 27 giugno 2023

L'inflazione nell'area dell'euro è troppo elevata ed è destinata a rimanere tale per troppo tempo. Ma la natura della sfida inflazionistica nell'area dell'euro sta cambiando.

Stiamo assistendo a un calo del tasso di inflazione man mano che gli shock che originariamente hanno fatto salire l'inflazione diminuiscono e le nostre azioni di politica monetaria vengono trasmesse all'economia. Ma il passaggio di questi shock è ancora in corso, rendendo il calo dell'inflazione più lento e il processo di inflazione più persistente.

Questa persistenza è causata dal fatto che l'inflazione si sta facendo strada attraverso l'economia in fasi, mentre diversi agenti economici cercano di trasferire i costi l'uno sull'altro. E mentre è stato anticipato da qualche tempo nelle nostre proiezioni del personale, abbiamo rivisto la nostra valutazione man mano che sono arrivati nuovi dati.

I responsabili delle politiche monetarie devono affrontare questa dinamica con decisione per garantire che non porti a una spirale che si autoavvera alimentata da un disancoraggio delle aspettative di inflazione.

Quindi, la domanda chiave che affrontiamo oggi è: come possiamo rompere questa persistenza?

Nel Consiglio direttivo della BCE, siamo stati chiari sul fatto che due elementi della nostra politica monetaria saranno fondamentali: dovremo portare i tassi a livelli "sufficientemente restrittivi" e mantenerli lì "per tutto il tempo necessario".

Entrambi gli elementi sono influenzati dall'incertezza circa la persistenza dell'inflazione e circa la forza della trasmissione della politica monetaria all'inflazione.

Stabilire il giusto "livello" e la giusta "lunghezza" sarà fondamentale per la nostra politica monetaria mentre continuiamo il nostro ciclo di restringimento.

Nelle mie osservazioni odierne, esplorerò perché il processo di inflazione è diventato più persistente e cosa ciò implica per la nostra posizione politica.

La mia intenzione non è quella di segnalare eventuali decisioni future, ma piuttosto di inquadrare le questioni che la politica monetaria dovrà affrontare nel prossimo periodo.

Lo shock inflazionistico

Dall'inizio della pandemia l'economia dell'area dell'euro ha dovuto affrontare una serie di shock inflazionistici che si sovrappongono.^[1] Dall'inizio del 2022, questi shock hanno aumentato il livello dei prezzi dell'11% e ci hanno portato a trasferire oltre 200 miliardi di euro al resto del mondo sotto forma di una tassa sulle ragioni di scambio.^[2]

In un ambiente come questo, la reazione naturale di ogni agente economico è quella di cercare di trasferire questi aumenti di prezzo ad altri attori dell'economia. Nell'area dell'euro possiamo individuare due fasi distinte in questo processo.

La prima fase è stata guidata dalle imprese, che hanno reagito al forte aumento dei costi dei fattori produttivi difendendo i loro margini e trasferendo gli aumenti dei costi ai consumatori.

L'intensità di questa reazione era insolita. Durante i precedenti shock delle ragioni di scambio nell'area dell'euro, le imprese avevano avuto la tendenza ad assorbire l'aumento dei costi nei margini di profitto, poiché una crescita più lenta rendeva i consumatori meno disposti a tollerare aumenti dei prezzi.^[3] Ma le condizioni speciali che abbiamo vissuto l'anno scorso hanno ribaltato questa regolarità.

La vastità della crescita dei costi di input ha reso più difficile per i consumatori giudicare se gli aumenti dei prezzi sono stati causati da costi più elevati o maggiori profitti, alimentando un passaggio più rapido e più forte. Allo stesso tempo, la domanda repressa nei settori di riapertura, l'eccesso di risparmio, le politiche espansive e le restrizioni dell'offerta causate dalle strozzature hanno dato alle imprese più spazio per testare la domanda dei consumatori con prezzi più elevati.

Per questo motivo, i profitti unitari hanno contribuito per circa due terzi all'inflazione interna^[4] nel 2022, mentre nei 20 anni precedenti il loro contributo medio era stato di circa un terzo.^[5] Ciò a sua volta ha portato gli shock ad alimentare l'inflazione molto più rapidamente e con forza rispetto al passato.

Questa prima fase, tuttavia, sta iniziando a tramontare.

In gran parte grazie al calo dei prezzi dell'energia, l'inflazione dei prezzi alla produzione su base annua è già scesa di 42 punti percentuali rispetto al picco della scorsa estate. E mentre ciò richiede tempo per alimentare i prezzi più in generale, si riflette in parte in un calo generalizzato dell'inflazione complessiva e in un livellamento di alcune misure dell'inflazione sottostante, in particolare le misure basate sull'esclusione e quelle che catturano gli effetti persistenti dell'energia sui prezzi dell'intera economia.

Allo stesso tempo, l'elevata inflazione ha eroso la domanda interna, che si è contratta del 2% negli ultimi due trimestri.^[6], e l'impulso al consumo creato dall'eccesso di risparmio sta svanendo.^[7] Anche i primi effetti della nostra stretta politica stanno diventando visibili, soprattutto in settori come quello manifatturiero e delle costruzioni che sono più sensibili alle variazioni dei tassi di interesse.

Di fronte a questa combinazione – calo dei costi dei fattori produttivi e diminuzione della domanda – abbiamo visto una crescita degli utili unitari rallentare notevolmente nella maggior parte dei settori nel

primo trimestre di quest'anno.

Un processo di inflazione più persistente

Ma la seconda fase del processo di inflazione sta ora iniziando a diventare più forte.

I lavoratori hanno finora perso dallo shock inflazionistico, vedendo grandi cali dei salari reali, che stanno innescando un processo di "recupero" salariale sostenuto mentre cercano di recuperare le loro perdite. Ciò sta spingendo al rialzo altre misure dell'inflazione sottostante che catturano maggiori pressioni interne sui prezzi, in particolare le misure dell'inflazione sensibile ai salari e dell'inflazione interna.

E poiché la contrattazione salariale in molti paesi europei è pluriennale e inerziale, questo processo si svolgerà naturalmente per diversi anni. Nelle nostre ultime proiezioni, ci aspettiamo che i salari crescano di un ulteriore 14% tra oggi e la fine del 2025 e recuperino completamente il livello pre-pandemia in termini reali.

Mentre questo "recupero" è stato a lungo preso in considerazione nelle nostre prospettive di inflazione, l'effetto sull'inflazione derivante dall'aumento dei salari è stato recentemente amplificato da una crescita della produttività inferiore a quella che avevamo previsto in precedenza, che sta portando a costi unitari del lavoro più elevati. Oltre alle sorprese al rialzo del passato, questo è uno dei motivi principali per cui abbiamo recentemente rivisto al rialzo le nostre proiezioni per l'inflazione di fondo, anche se le nostre aspettative per i salari sono rimaste sostanzialmente invariate.

Due caratteristiche dell'attuale ciclo economico stanno contribuendo a questa dinamica, ed entrambe potrebbero persistere.

Il primo è la resilienza dell'occupazione rispetto alla crescita del PIL.

In genere, ci saremmo aspettati che il rallentamento della crescita economica nell'ultimo anno avesse in qualche modo ridotto la crescita dell'occupazione. Ma negli ultimi tre trimestri, in particolare, il mercato del lavoro ha funzionato meglio di quanto suggerirebbe una regolarità basata sulla "legge di Okun".

Tale scollamento riflette in parte l'aumento dell'accaparramento di manodopera da parte delle imprese in un contesto di carenza di manodopera, che è visibile nell'attuale divario tra le ore totali lavorate e le ore medie lavorate.^[8] Ciò pesa sulla crescita della produttività e, con la disoccupazione che dovrebbe scendere leggermente oltre l'orizzonte temporale di proiezione, la motivazione per le imprese ad accumulare manodopera potrebbe non scomparire rapidamente.

La seconda caratteristica che contribuisce a indebolire la produttività aggregata è la composizione della crescita dell'occupazione, che si concentra in settori con una crescita della produttività strutturalmente bassa.

Dopo la pandemia, l'occupazione è cresciuta maggiormente nell'edilizia e nel settore pubblico, che hanno entrambi visto un calo della produttività, e nei servizi, che hanno visto solo una scarsa crescita della produttività. Queste tendenze potrebbero persistere anche in alcuni di questi settori nei prossimi anni, data la relativa debolezza del settore manifatturiero e gli spostamenti a lungo termine verso l'occupazione nei servizi.

Tutto ciò significa che dovremo affrontare diversi anni di aumento dei salari nominali, con pressioni sul costo del lavoro per unità di prodotto esacerbate da una crescita contenuta della produttività. E in questo contesto, la politica monetaria deve raggiungere due obiettivi chiave.

In primo luogo, dobbiamo garantire che le aspettative di inflazione rimangano ancorate mentre il processo di recupero salariale si svolge. Sebbene al momento non assistiamo a una spirale salari-prezzi o a un disancoraggio delle aspettative, più a lungo l'inflazione rimane al di sopra dell'obiettivo, maggiori diventano tali rischi. Ciò significa che dobbiamo riportare l'inflazione al nostro obiettivo del 2% a medio termine in modo tempestivo.

In secondo luogo, affinché ciò accada, dobbiamo garantire che le imprese assorbano l'aumento del costo del lavoro nei margini. Se la politica monetaria è sufficientemente restrittiva, l'economia può ottenere una disinflazione complessiva mentre i salari reali recuperano parte delle loro perdite. Ma questo dipende dal fatto che la nostra politica frena la domanda per qualche tempo in modo che le imprese non possano continuare a mostrare il comportamento dei prezzi che abbiamo visto di recente.

L'analisi di sensibilità da parte degli esperti della BCE sottolinea i rischi che correremmo se le imprese cercassero invece di difendere i loro margini. Ad esempio, se le imprese dovessero recuperare il 25% del margine di profitto perso previsto dalle nostre proiezioni, l'inflazione nel 2025 sarebbe sostanzialmente superiore allo scenario di base – quasi il 3%.

Quindi, di fronte a un processo di inflazione più persistente, abbiamo bisogno di una politica più persistente – una politica che non solo produca una stretta sufficiente oggi, ma mantenga anche condizioni restrittive fino a quando non possiamo essere sicuri che questa seconda fase del processo di inflazione sia stata risolta.

L'orientamento politico

Che cosa implica concretamente questo per la nostra politica?

Non abbiamo ancora visto il pieno impatto dei rialzi cumulativi dei tassi che abbiamo deciso dallo scorso luglio, pari a 400 punti base. Ma il nostro lavoro non è finito. Salvo modifiche sostanziali alle prospettive, continueremo ad aumentare i tassi a luglio.

E mentre ci spostiamo ulteriormente in un territorio restrittivo, dobbiamo prestare molta attenzione a due dimensioni della nostra politica. In primo luogo, le nostre azioni sul "livello" dei tassi e, in secondo luogo, la nostra comunicazione sulle decisioni future e su come ciò stia influenzando il "periodo" previsto di tempo in cui i tassi rimarranno a quel livello.

Il Consiglio direttivo ha fornito orientamenti su entrambe le dimensioni. Ha affermato chiaramente che "le decisioni future garantiranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE siano portati a livelli sufficientemente restrittivi per ottenere un tempestivo ritorno dell'inflazione al nostro obiettivo del 2% a medio termine e saranno mantenuti a tali livelli per tutto il tempo necessario".

Due fonti di incertezza influenzano il "livello" e la "durata" desiderati delle nostre politiche sui tassi di interesse.

In primo luogo, poiché ci troviamo di fronte all'incertezza sulla persistenza dell'inflazione, il livello al quale i tassi raggiungeranno il picco sarà condizionato dallo stato. Dipenderà da come l'economia e le

varie forze che ho descritto si evolveranno nel tempo. E dovrà essere continuamente rivalutato nel tempo.

In queste condizioni, è improbabile che nel prossimo futuro la banca centrale sarà in grado di affermare con piena fiducia che i tassi massimi sono stati raggiunti. Questo è il motivo per cui la nostra politica deve essere decisa riunione per riunione e deve rimanere dipendente dai dati.

In secondo luogo, ci troviamo di fronte all'incertezza sulla forza della trasmissione della politica monetaria.

La forza della trasmissione collega le decisioni attuali con le aspettative della politica futura e quindi influenza l'orientamento politico. La forte trasmissione si rivelerà nella pratica determinerà l'effetto di un determinato rialzo dei tassi sull'inflazione, e ciò si rifletterà nel percorso politico previsto.

L'incertezza sulla trasmissione deriva dal fatto che l'area dell'euro non ha attraversato una fase sostenuta di rialzi dei tassi dalla metà degli anni 2000 e non ha mai visto i tassi salire così rapidamente. E questo solleva la questione di quanto rapidamente e con forza la politica monetaria sarà trasmessa alle imprese – attraverso la spesa sensibile agli interessi – e alle famiglie, attraverso i pagamenti dei mutui.

Per le imprese, l'analisi della BCE rileva che gli shock di politica monetaria vengono generalmente trasmessi più rapidamente e con forza al settore manifatturiero, riflettendo la maggiore sensibilità ai tassi di interesse del settore, mentre vi è un impatto più modesto e ritardato sui servizi.

La domanda chiave oggi è se il settore dei servizi finirà per "recuperare" – che è ciò che abbiamo visto nei cicli precedenti – o se sarà isolato dagli effetti della stretta politica più a lungo rispetto al passato, data la forza della domanda e dell'occupazione nel settore.^[9]

Per le famiglie, è dimostrato che ci vorrà più tempo prima che i cambiamenti politici passino agli oneri degli interessi in questo ciclo di restringimento, poiché una quota maggiore di famiglie ha mutui a tasso fisso rispetto alla metà degli anni 2000.

Allo stesso tempo, una volta che i mutui sono stati rivalutati, l'effetto restrittivo può essere maggiore: il rapporto debito/reddito lordo, che enfatizza la capacità di servizio del debito, è più elevato rispetto ai precedenti cicli di restringimento, mentre la quota di proprietari di abitazioni con un mutuo è aumentata.^[10]

Entrambe le fonti di incertezza svaniranno solo con il tempo. Ed è per questo che abbiamo subordinato le nostre future decisioni politiche, in primo luogo, alle prospettive di inflazione, in secondo luogo, alla dinamica dell'inflazione sottostante e in terzo luogo, alla forza della trasmissione della politica.

Ma per garantire che l'incertezza non interferisca con la nostra posizione politica – sia in termini di "livello" che di "lunghezza" – due punti sono chiari.

In primo luogo, dobbiamo portare i tassi in territorio "sufficientemente restrittivo" per bloccare la nostra stretta politica.

In secondo luogo, dobbiamo comunicare chiaramente che rimarremo "a quei livelli per tutto il tempo necessario". Ciò garantirà che l'aumento dei tassi non susciti aspettative di un'inversione di politica troppo rapida e consentirà di concretizzarsi appieno dell'impatto delle nostre azioni passate.

E nel frattempo, dobbiamo valutare attentamente la forza della trasmissione della politica al fine di evitare un errore nella calibrazione della politica in entrambe le direzioni.

Conclusione

Permettetemi di concludere.

La politica monetaria ha attualmente un solo obiettivo: riportare l'inflazione al nostro obiettivo del 2% a medio termine in modo tempestivo. E ci impegniamo a raggiungere questo obiettivo qualunque cosa accada.

Come ha scritto l'autrice Helen Keller, "i nostri peggiori nemici non sono le circostanze belligeranti, ma gli spiriti vacillanti".^[11]

Abbiamo compiuto progressi significativi ma – di fronte a un processo di inflazione più persistente – non possiamo vacillare e non possiamo ancora dichiarare vittoria.

1.

For more detail on these shocks, see Lagarde, C. (2022), "[Monetary policy in a high inflation environment: commitment and clarity](#)", lecture organised by Eesti Pank and dedicated to Professor Ragnar Nurkse, Tallinn, 4 November.

2.

Cumulatively, from the second quarter of 2022 up to the latest data point available (the first quarter of 2023), the euro area has transferred €213 billion to the rest of the world as a result of the terms of trade losses. This figure corresponds to 1.6% of euro area GDP.

3.

Arce, O., Hahn, E. and Koester, G. (2023), "[How tit-for-tat inflation can make everyone poorer](#)", *The ECB Blog*, 30 March.

4.

As captured by the GDP deflator.

5.

Arce, O., Hahn, E. and Koester, G. (2023) op. cit.

6.

The last quarter of 2022 and the first quarter of 2023.

7.

Battistini, N., Di Nino, V. and Gareis, J. (2023), "The consumption impulse from pandemic savings – does the composition matter?", *Economic Bulletin*, ECB, forthcoming.

8.

Arce, O., Consolo, A., Dias da Silva, A. and Mohr, M. (2023), "[More jobs but fewer working hours](#)", *The ECB Blog*, 7 June.

9.

Despite some narrowing in June, the gap between the Purchasing Managers' Index (PMI) for services and the PMI for manufacturing output remains large.

10.

There is heterogeneity across euro area countries, however, with some seeing a decline in the share of homeowners still paying a mortgage.

11.

Keller, H. (1903), "My Future As I See It", *The Ladies' Home Journal*, Vol. XX, No 12, Philadelphia, p.11.

CONTACT

European Central Bank

Directorate General Communications

- > Sonnemannstrasse 20
- > 60314 Frankfurt am Main, Germany
- > [+49 69 1344 7455](tel:+496913447455)
- > media@ecb.europa.eu

Reproduction is permitted provided that the source is acknowledged.

Media contacts