

# Ottenere la disinflazione giusta

Intervento di Fabio Panetta, Membro del Comitato esecutivo della BCE, all'Università Bocconi

*Milano, 3 agosto 2023*

Negli ultimi anni, l'area dell'euro ha visto molteplici shock dell'offerta colpire contemporaneamente l'economia. Questi shock si sono combinati per creare uno shock inflazionistico di tale entità e persistenza che l'inflazione rischiava di consolidarsi.

Questi sviluppi negativi hanno coinciso con una fase di politica monetaria altamente accomodante, dopo un lungo periodo di lotta contro l'inflazione troppo bassa e i rischi per la stabilità dei prezzi associati allo shock pandemico. Per evitare di esacerbare le pressioni inflazionistiche stimolando la domanda e per evitare il disancoraggio delle aspettative di inflazione, abbiamo rapidamente normalizzato il nostro orientamento di politica monetaria. Abbiamo aumentato i tassi per un totale di 425 punti base nell'arco di soli 12 mesi.

Parallelamente, la fine degli acquisti netti di attività e dei reinvestimenti nell'ambito del programma di acquisto di attività (PAA), insieme al rimborso delle nostre operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine, sta facendo sì che il nostro bilancio si riduca considerevolmente.

Con i tassi ufficiali ora saldamente in territorio restrittivo, la definizione e la comunicazione della direzione della politica monetaria è diventata più complessa. Il nostro orientamento di

politica monetaria deve essere calibrato in modo da riportare l'inflazione al target in modo tempestivo, evitando nel contempo danni inutili all'attività economica.

Questa è una linea sottile da percorrere, poiché gli effetti della politica monetaria emergono con un ritardo. Sebbene le nostre decisioni passate abbiano già portato a un sostanziale inasprimento delle condizioni di credito e della dinamica dei prestiti, i loro effetti devono ancora essere pienamente avvertiti in tutta l'economia reale.

Allo stesso tempo, l'inflazione rimane elevata. Anche se ora sta diminuendo man mano che gli effetti degli shock avversi dell'offerta iniziano a svanire e una crescita più debole allenta le pressioni sui prezzi, ci vorrà ancora del tempo per raggiungere livelli compatibili con la stabilità dei prezzi.

Per completare con successo la disinflazione dell'economia europea, dobbiamo adattare in modo flessibile la nostra politica all'evoluzione delle prospettive di inflazione. Nel contesto attuale, in cui i tassi ufficiali sono intorno al livello necessario per garantire la stabilità dei prezzi a medio termine, sosterrò che la politica monetaria può operare non solo aumentando i tassi, ma anche mantenendo più a lungo il livello prevalente dei tassi ufficiali. In altre parole, *la persistenza* conta tanto quanto *il livello*.

Ciò solleva sfide per orientare la nostra posizione politica. Sosterrò che il nostro approccio dipendente dai dati, sostenuto dal nostro fermo impegno a riportare l'inflazione al suo obiettivo, è attrezzato per navigare in queste complessità.

## La trasmissione dell'inflazione attraverso l'economia

L'inflazione nell'area dell'euro è in gran parte dovuta a una serie di shock avversi dell'offerta, in particolare le interruzioni della catena di

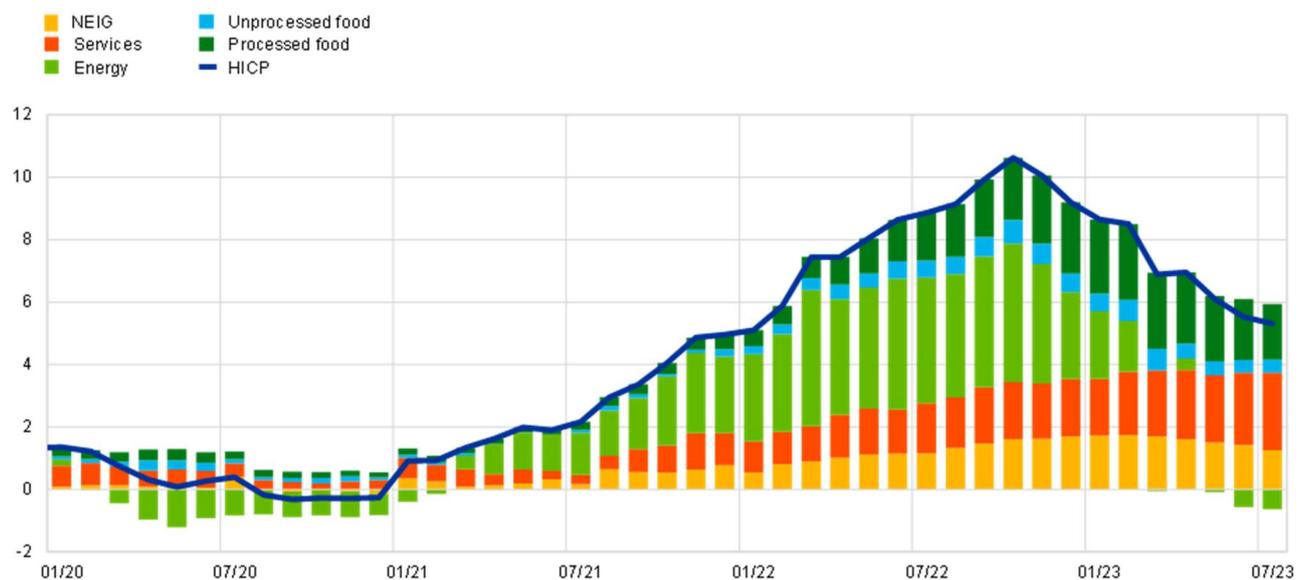
approvvigionamento indotte dalla pandemia e lo shock energetico innescato dall'invasione russa dell'Ucraina.<sup>[1]</sup>

Nel 2022 i prezzi dell'energia sono stati il principale motore dell'inflazione (grafico 1).<sup>[2]</sup> Lo shock energetico si è tradotto in pressioni generalizzate sui prezzi, dato l'impatto dell'aumento dei prezzi dell'energia su tutte le componenti dell'inflazione.

### Grafico 1

## Contributo delle componenti all'inflazione complessiva IAPC dell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi; contributi in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni degli esperti della BCE.

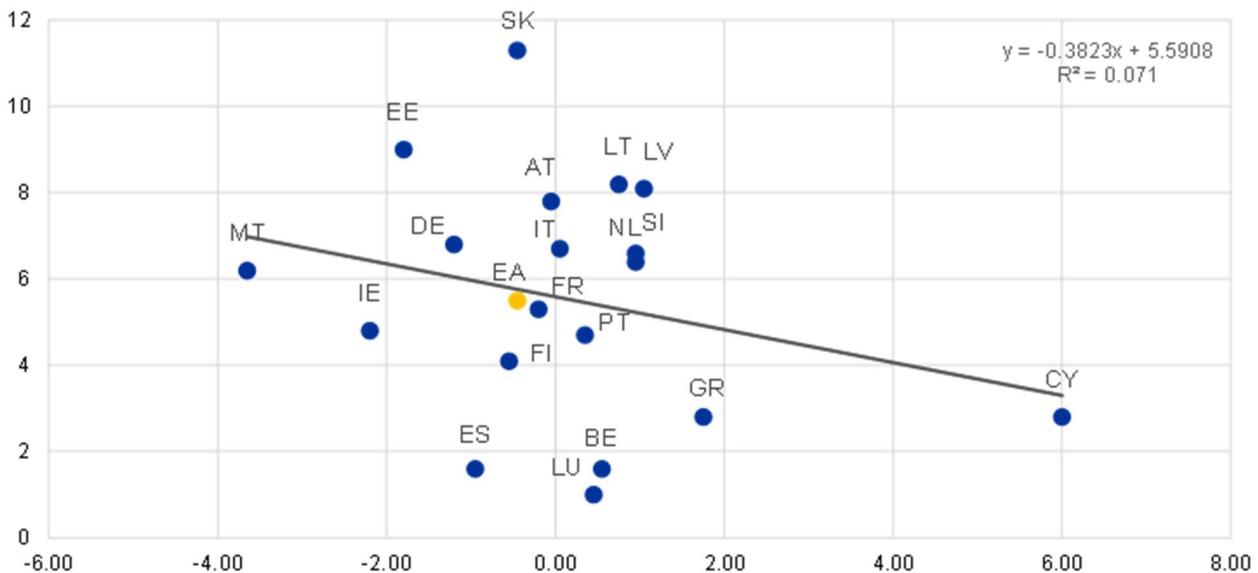
Note: IPCA è l'acronimo di Harmonised Index of Consumer Prices (indice armonizzato dei prezzi al consumo). NEIG è l'acronimo di beni industriali non energetici. Le ultime osservazioni sono per giugno 2023.

L'inflazione complessiva nei paesi dell'area dell'euro non ha una chiara correlazione con la forza della domanda interna (figura 2).

## Grafico 2

### IAPC nei paesi dell'area dell'euro rispetto al contributo della domanda interna alla crescita del PIL

(asse y: variazioni percentuali sui dodici mesi dello IAPC; asse x: contributo medio della domanda interna (escluse le scorte) alla crescita del PIL rispetto al trimestre precedente per il quarto trimestre del 2022 e il primo trimestre del 2023 in punti percentuali)



Fonti: Eurostat ed elaborazioni della BCE.

Note: le osservazioni per l'IPCA si riferiscono al giugno 2023. Manca l'osservazione del contributo della domanda interna alla crescita del PIL in Croazia.

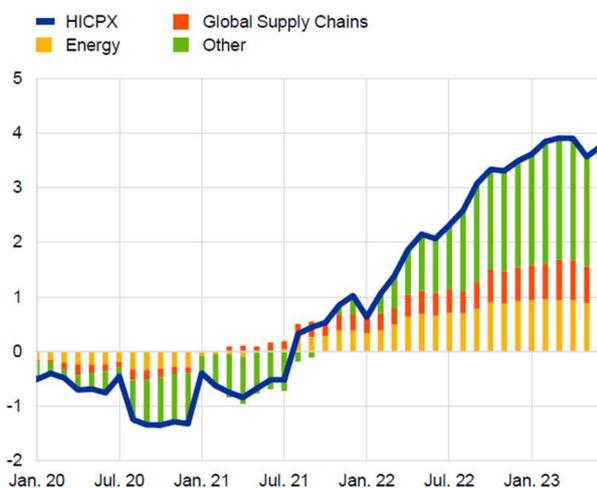
Mentre gli shock dell'offerta si stanno ora attenuando, i loro effetti ritardati sull'inflazione si fanno ancora sentire poiché gli aumenti passati dei costi dei fattori produttivi vengono trasferiti ai consumatori.

La dinamica dei prezzi alimentari è un esempio calzante. Lo shock energetico e la guerra della Russia in Ucraina hanno contribuito a un'impennata dei prezzi alimentari.<sup>[3]</sup> Mentre l'indice dei prezzi alla produzione alimentare ha raggiunto il picco lo scorso ottobre e il consumo alimentare è diminuito in termini reali in alcuni paesi dell'area dell'euro<sup>[4]</sup>, l'inflazione alimentare al consumo ha iniziato solo di recente a moderarsi da livelli elevati.

L'inflazione di fondo, cioè l'inflazione al netto di energia e cibo, fornisce un altro esempio di questi effetti ritardati. Le analisi empiriche indicano che il contributo all'inflazione di fondo dei maggiori costi dei fattori produttivi derivanti dalle interruzioni della catena di approvvigionamento e dallo shock energetico ha raggiunto il picco solo lo scorso marzo (grafico 3). Inoltre, le variazioni dei prezzi alla produzione influenzano i prezzi al dettaglio con un ritardo di alcuni mesi (grafico 4).<sup>[5]</sup>

**Chart 3**

**Contribution of components to euro area core HICP inflation**

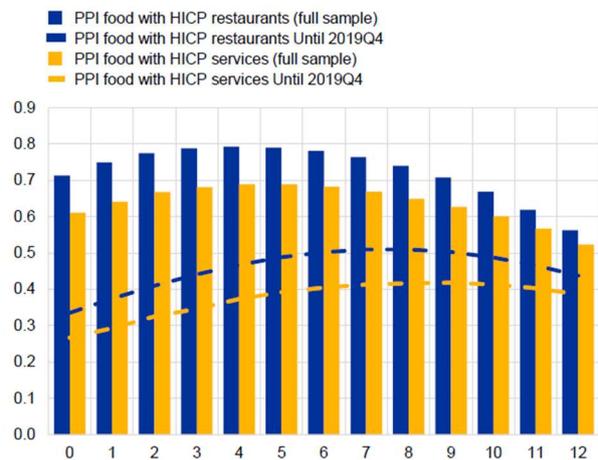


Sources: Eurostat and ECB calculations.  
Notes: HICPX stands for HICP inflation excluding energy and food. Historical decomposition obtained from a large Bayesian vector autoregression identified with zero and sign restrictions following the methodology of Korobilis (2022), see Bańbura, Bobeica and Martínez-Hernández, 2023 (forthcoming). The latest observations are for June 2023.

**Chart 4**

**Producer prices' lagged effects on core inflation: the example of food prices and restaurant inflation**

Correlation of HICP services with PPI food (at various lags) (x-axis: monthly lags of PPI food)



Sources: Eurostat and ECB calculations.  
Notes: The latest observations are for May 2023.

Ma ci sono stati anche altri fattori in gioco.

La riapertura dell'economia dopo la pandemia ha fornito una spinta ai consumi nell'estate dello scorso anno, con un significativo spostamento della domanda verso servizi come viaggi, ospitalità e ristoranti. Questi settori hanno dovuto affrontare carenze di manodopera in un mercato del lavoro ristretto.

Tali squilibri settoriali tra domanda e offerta, uniti all'incertezza generata da un'inflazione elevata e volatile, hanno a loro volta permesso ad alcune imprese di aumentare i loro margini di profitto.<sup>[6]</sup> Ciò è coerente con il cospicuo aumento dei profitti in settori specifici, sulla scia del rapido aumento dei prezzi al dettaglio nonostante il calo dei prezzi all'ingrosso.<sup>[7]</sup>

In questo contesto, anche se non ci trovavamo di fronte a un eccesso di domanda generalizzato e prolungato – o a una significativa riduzione della capacità produttiva<sup>[8]</sup> – abbiamo ricalibrato la nostra politica per tre motivi principali.

Il primo era quello di evitare che la politica monetaria aumentasse i rischi di inflazione. Con l'accelerazione dell'inflazione, il mancato adeguamento dei tassi di riferimento avrebbe reso la politica monetaria più accomodante quando era necessario il contrario.

Il secondo era quello di ancorare le aspettative di inflazione. Sebbene le aspettative di inflazione siano rimaste ancorate, era necessario arginare il rischio di un disancoraggio a fronte di un'inflazione persistentemente elevata. Il disancoraggio delle aspettative di inflazione avrebbe reso più costosa la nostra politica disinflazionistica, richiedendo tassi ufficiali più elevati per ottenere lo stesso tasso reale. Avrebbe anche aumentato il rischio di una spirale salari-prezzi, che sarebbe stata molto costosa da fermare.<sup>[9]</sup>

Il terzo motivo era quello di contenere i rischi connessi alla solidità del mercato del lavoro. Con il tasso di disoccupazione al minimo storico del 6,4% a giugno, le imprese tendevano a mantenere la propria forza lavoro in risposta al rallentamento della crescita piuttosto che ricorrere ai licenziamenti.

Ciò ha aumentato il rischio che una fase di recupero salariale potesse trasformarsi in un processo autosufficiente e destabilizzante. Dato che i salari rappresentano fino al 40% dei costi di input per i fornitori di servizi, e con l'inflazione dei servizi che

rappresenta quasi i due terzi dell'inflazione di fondo,<sup>[10]</sup> continuiamo a monitorare attentamente questo rischio.

## Lo spostamento dell'equilibrio dei rischi

Questi fattori che inizialmente guidavano le nostre azioni sono ora diminuiti di intensità.

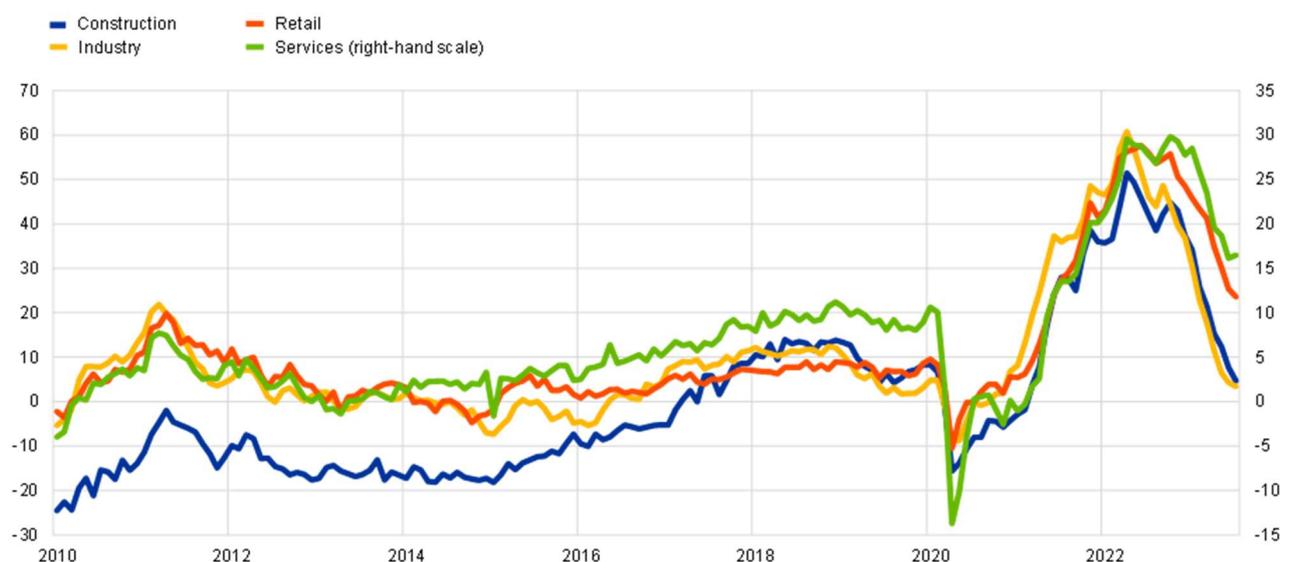
In primo luogo, il processo di disinflazione è stato messo in moto, spingendo verso il basso le aspettative di inflazione.

Da marzo in poi, abbiamo osservato un calo costante delle aspettative dei consumatori per l'inflazione su un orizzonte temporale di 12 mesi.<sup>[11]</sup> Analogamente, le aspettative delle imprese riguardo ai prezzi di vendita per il prossimo trimestre sono notevolmente diminuite rispetto al picco dello scorso anno (figura 5).<sup>[12]</sup>

### Grafico 5

#### Previsioni sui prezzi di vendita per i prossimi tre mesi nell'UE

(saldi percentuali)



Fonti: Commissione europea (compresi Eurostat) ed elaborazioni della BCE.

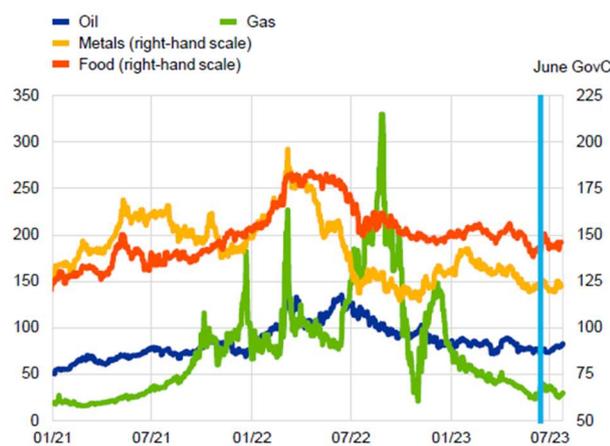
Note: i saldi percentuali sono la differenza tra le opzioni di risposta positiva e negativa, espressa come percentuale delle risposte totali. Le ultime osservazioni sono per luglio 2023.

Inoltre, le aspettative di inflazione a lungo termine derivanti dalle indagini sono rimaste sostanzialmente stabili.<sup>[13]</sup> Ciò dissipa le preoccupazioni circa una spirale salari-prezzi. E finora l'andamento dei salari è stato in linea con le proiezioni del nostro staff, che prevedono un ritorno dell'inflazione al 2% entro la fine del 2025. In secondo luogo, con il ritiro degli shock dell'offerta, le pressioni sui prezzi dei gasdotti stanno diminuendo e i rischi per l'inflazione stanno diventando equilibrati. Le pressioni della catena di approvvigionamento sono sostanzialmente diminuite rispetto allo scorso anno. I prezzi delle materie prime sono diminuiti, anche se le persistenti pressioni al rialzo sui prezzi dell'energia e dei prodotti alimentari dovute alle tensioni geopolitiche e agli eventi climatici potrebbero invertire questa tendenza (grafici 6 e 7).

**Chart 6**

**Commodity prices**

(left-hand scale: USD/barrel (oil), EUR/MWh (gas), right-hand scale: 100=2020)

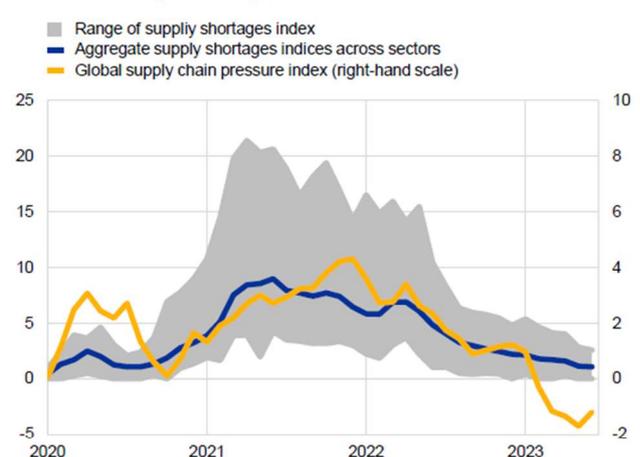


Sources: Refinitiv, Hamburg Institute of International Economics (HWWI) and ECB staff calculations.  
Notes: The latest observations are for 24 July 2023 (energy) and 21 July 2023 (non-energy).

**Chart 7**

**Gauges for global supply chain pressures**

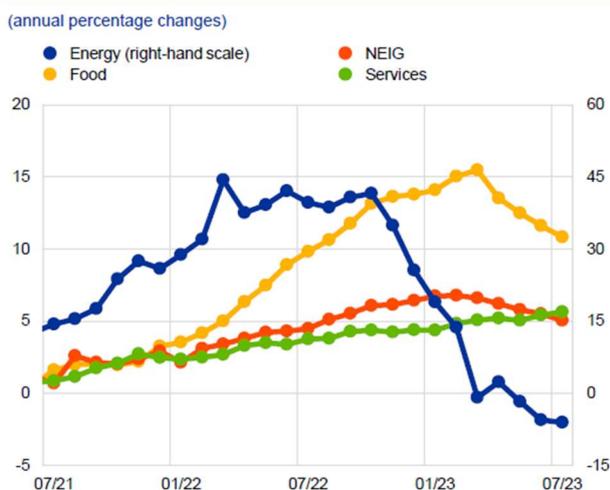
(left-hand scale: multiples of long-term average; right-hand scale: standard deviations from long-term average)



Sources: Federal Reserve Bank of New York, S&P Global and ECB staff calculations.  
Notes: Supply shortages index by S&P Global represents the incidence of managers reporting supply pressures (listing of items that have been in short supply) to monthly business surveys where value equal to one denotes long-term average of mentions. The shaded grey range represents minimum and maximum reported value of supply shortages index across 20 manufacturing sectors. Global supply chain pressure index (GSCPI) is computed by the Federal Reserve Bank of New York, combining commonly used economic time-series to summarize potential global supply chain disruptions. The latest observations are for June 2023.

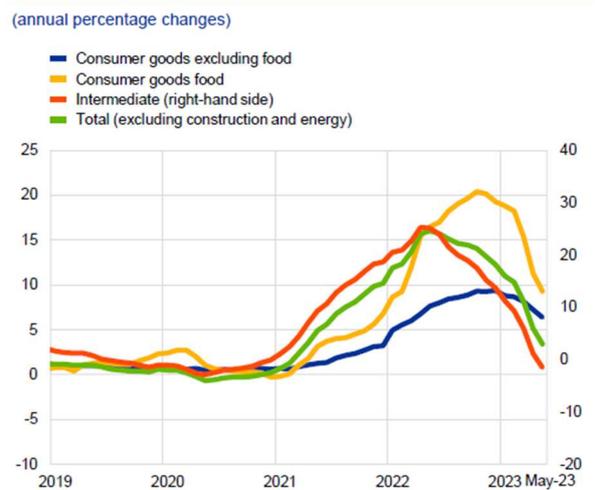
Il calo dei prezzi dell'energia ha già spinto al ribasso l'inflazione complessiva: l'inflazione energetica, salita al 44,3% nel marzo 2022, è ora in territorio negativo (figura 8). E la maggior parte degli effetti degli shock dell'offerta di liquidazione sull'inflazione non energetica devono ancora emergere. L'inflazione dei servizi è ancora in aumento, a causa della robusta spesa per vacanze e viaggi, nonché degli effetti base. È importante monitorare questa componente dell'inflazione e le sue implicazioni per i rischi per l'inflazione complessiva. L'inflazione di fondo è in moderazione<sup>[14]</sup>. Le pressioni inflazionistiche nelle prime fasi del processo di formazione dei prezzi si stanno attenuando, con l'inflazione dei prezzi alla produzione (IPP) in ulteriore calo negli ultimi mesi (figura 9).

**Chart 8**  
Main components of HICP in the euro area



Sources: Eurostat.  
Notes: The latest observations are for June 2023.

**Chart 9**  
Producer prices

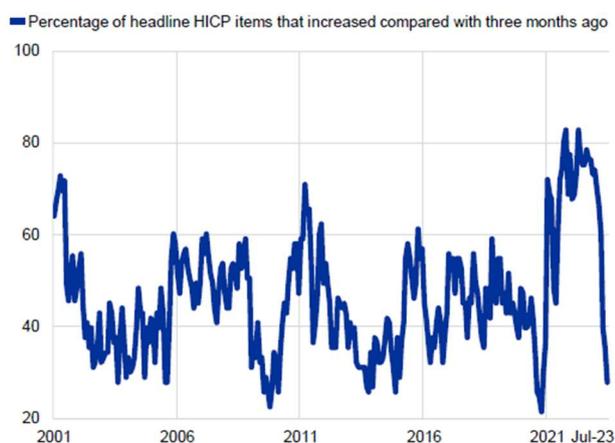


Sources: Eurostat.  
Notes: The latest observations are for May 2023.

La percentuale di voci nel paniere dei consumi che presentano un tasso di inflazione annuo più elevato rispetto al trimestre precedente è scesa da un picco dell'80% a meno del 30% (figura 10). Le misure che catturano la componente persistente e comune dell'inflazione (PCCI) mostrano segni crescenti di indebolimento (grafico 11).

**Chart 10**  
**HICP diffusion index**

(annual percentage changes)

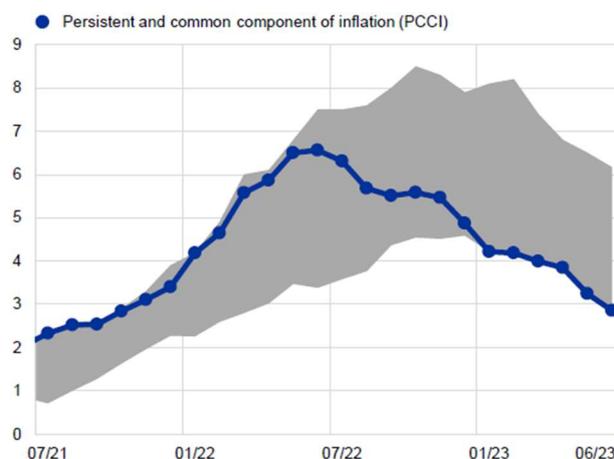


Sources: Eurostat.

Notes: The blue line corresponds to the percentage of the 93 HICP items which have a higher annual inflation rate compared with three months ago. The latest observations are for June 2023.

**Chart 11**  
**Underlying inflation indicator for the euro area**

(annual percentage changes)



Sources: Eurostat and ECB calculations.

Notes: The range includes the following indicators for inflation: HICP excluding energy and food (HICPX), HICP excluding energy, food, travel related items and clothing (HICPXX), domestic inflation, 10% and 30% trimmed means, Supercore, PCCI and PCCI excluding energy. The latest observations are for June 2023.

Sebbene l'inflazione core sia ancora elevata e si prevede che rimarrà intorno ai livelli attuali per tutta l'estate,<sup>[15]</sup> l'evidenza empirica suggerisce che si tratta di un indicatore ritardato – non anticipatore – dell'inflazione.<sup>[16]</sup> In altre parole, guardare all'inflazione di fondo oggi non ci dice molto su dove si stabilizzerà l'inflazione complessiva nel medio termine. Proprio come i prezzi dell'energia più alti si sono infiltrati attraverso l'economia durante la salita, alla fine lo faranno anche durante la discesa.

In terzo luogo, con il deterioramento delle prospettive economiche, i rischi per l'attività economica sono orientati al ribasso. L'"effetto bullwhip" sulle scorte<sup>[17]</sup> sembra invertirsi, contribuendo a una recessione manifatturiera. La flessione del settore manifatturiero dell'area dell'euro si è intensificata a luglio, con il PMI manifatturiero sceso al livello più basso in oltre tre anni e i prezzi praticati dai produttori al tasso più elevato dal 2009.<sup>[18]</sup>

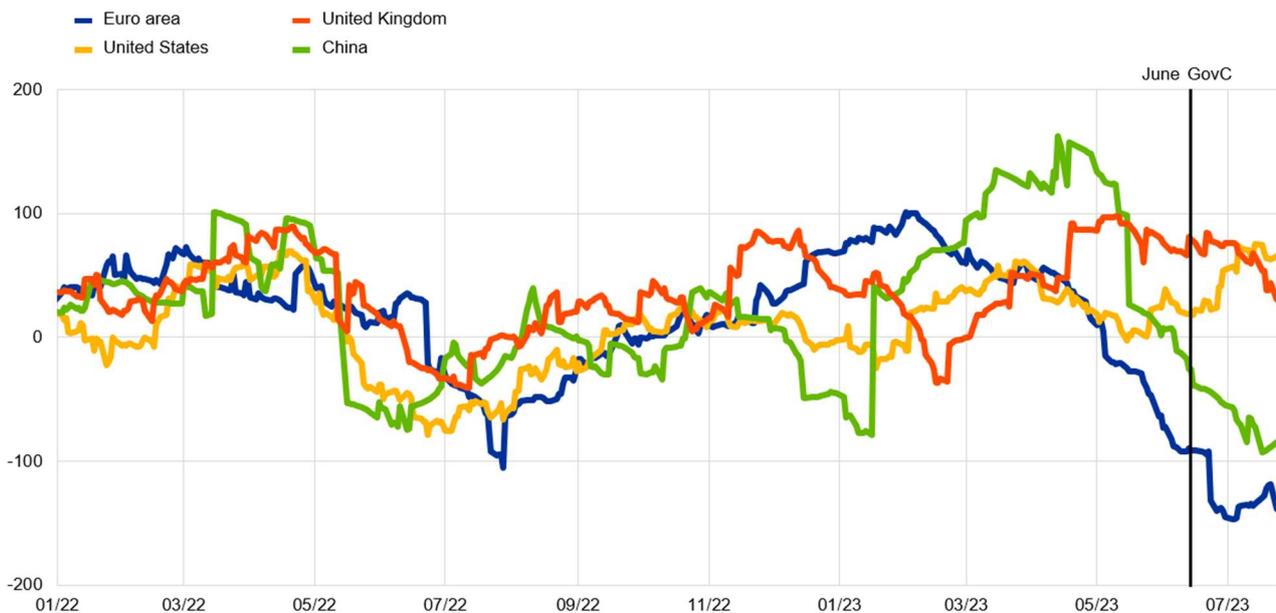
Il settore dei servizi ha continuato ad espandersi, ma lo ha fatto al ritmo più lento dall'inizio del 2023, suggerendo che la ripresa della spesa per i servizi potrebbe perdere slancio.<sup>[19]</sup> L'indice di sorpresa economica di Citigroup mostra una divergenza tra l'area dell'euro e

gli Stati Uniti, con l'area dell'euro che ha registrato sorprese per lo più negative negli ultimi mesi (grafico 12).

## Grafico 12

### Indici di sorpresa economica di Citigroup

(percentuale)



Fonti: Citigroup via Haver Analytics.

Note: la linea verticale segna la data della riunione del Consiglio direttivo nel giugno 2023. Le ultime osservazioni si riferiscono al 24 luglio 2023.

È probabile che le condizioni della domanda nell'area dell'euro rimangano deboli man mano che l'impatto della politica monetaria si rafforza, i governi allentano le misure di politica di bilancio adottate in risposta alla crisi energetica e l'impulso ai consumi derivante dal risparmio eccessivo si affievolisce.

Se i rischi al ribasso per la crescita persistono e si concretizzano, è meno probabile che un'elevata crescita salariale sia sostenuta. Il calo dell'inflazione potrebbe contenere le richieste salariali e alti profitti potrebbero aiutare ad assorbirle. E se le imprese iniziano ad anticipare un calo della domanda futura e del fabbisogno di

manodopera, la forza economica rappresentata dalla tendenza delle imprese ad accumulare manodopera potrebbe trasformarsi in una vulnerabilità.

## Il percorso della politica monetaria

Quindi, cosa significa questo per il modo in cui calibriamo la politica monetaria?

La congiuntura attuale è particolarmente impegnativa, dato che gli effetti del nostro passato inasprimento devono ancora farsi sentire appieno.

Abbiamo chiare indicazioni che la nostra politica monetaria si stia trasmettendo fortemente alle condizioni monetarie e creditizie.

La crescita monetaria è diminuita drasticamente (figura 13) e sia i tassi nominali che quelli reali sono aumentati considerevolmente dall'inizio del ciclo di restringimento.

## Grafico 13

### Crescita di M1 e M3 nell'area dell'euro

(variazioni percentuali sui dodici mesi)



Fonti: BCE [voci dello stato patrimoniale (BSI), indici armonizzati dei prezzi al consumo (PIC)] ed elaborazioni della BCE.

Note: M3 e M1 reali sono deflazionati dall'IPCA. Le ultime osservazioni sono per giugno 2023.

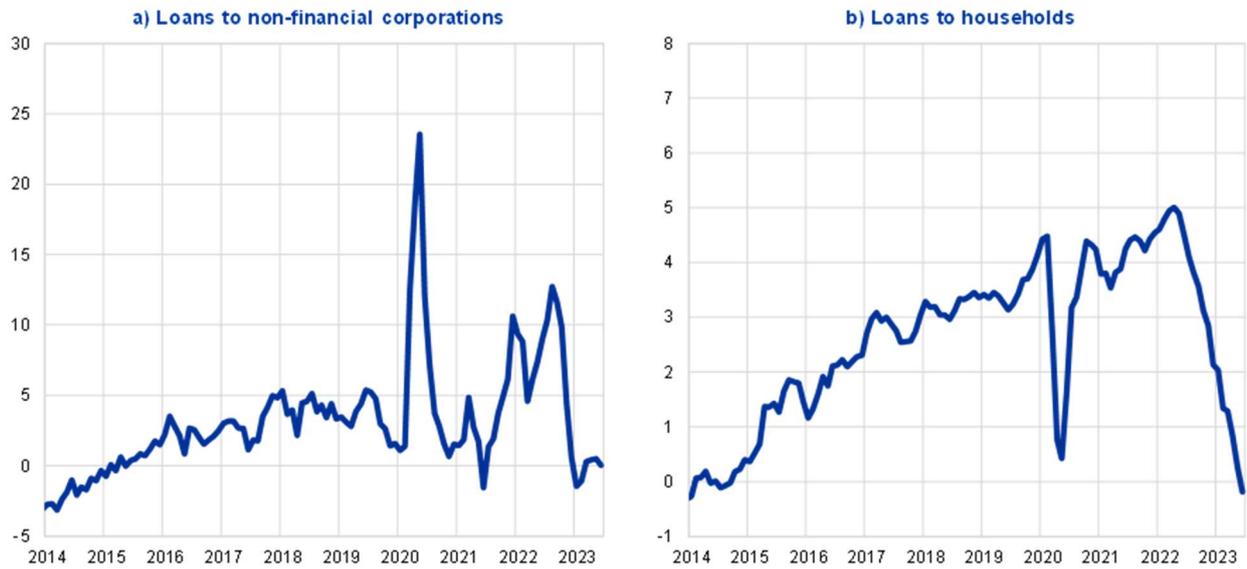
Nel mercato del credito, sia le quantità che i tassi hanno reagito alla nostra stretta molto più rapidamente rispetto al passato.

La nostra indagine sul credito bancario rileva che la domanda di prestiti da parte delle imprese nel secondo trimestre del 2023 è stata al livello più basso da quando l'indagine è stata lanciata per la prima volta due decenni fa, mentre l'inasprimento degli standard di prestito dall'inizio del ciclo di rialzi è stato molto sostanziale. Queste indicazioni sono coerenti con la brusca decelerazione in corso degli aggregati creditizi (figura 14).<sup>[20]</sup> I tassi sui prestiti alle imprese e alle famiglie sono ora ai massimi livelli rispettivamente dalla fine del 2008 e dall'estate 2012. Inoltre, la trasmissione dei rialzi dei tassi ai depositi a termine – un'importante fonte di finanziamento per le banche – è stata notevolmente più forte nell'area dell'euro che negli Stati Uniti (figura 15).<sup>[21]</sup>

## Grafico 14

### Crescita del credito nell'area dell'euro

(variazioni percentuali annualizzate su tre mesi, destagionalizzate)



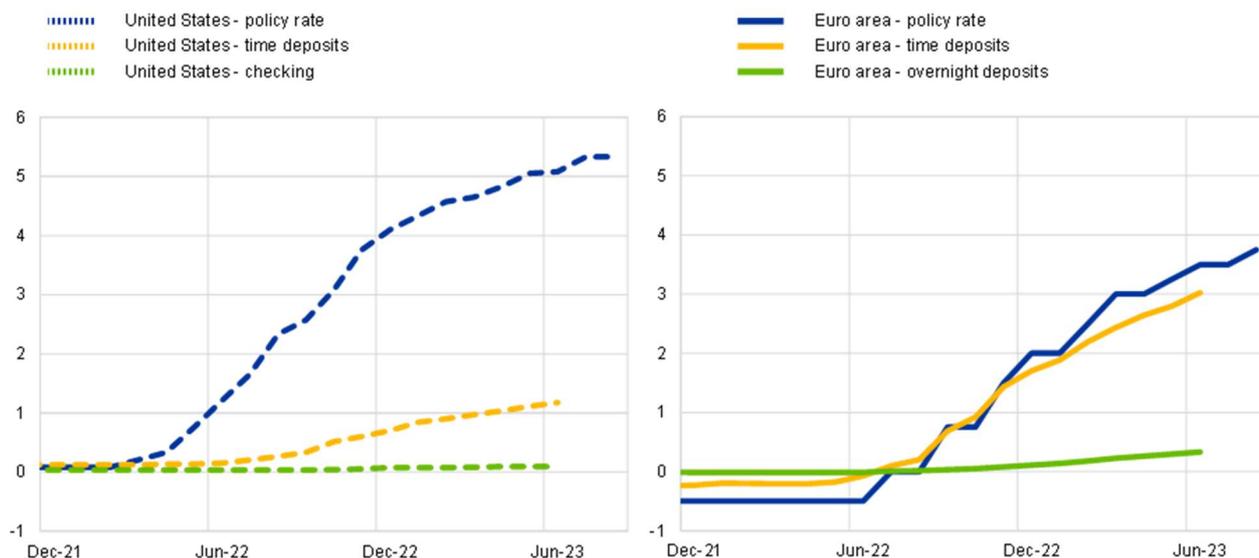
Fonti: BCE (BSI).

Note: nel riquadro a), i prestiti delle IFM sono rettificati per le attività di vendita, cartolarizzazione e cash pooling. Nel riquadro b), i prestiti delle IFM sono rettificati per le vendite e le cartolarizzazioni. Le ultime osservazioni sono per giugno 2023.

## Grafico 15

### Trasferimento del tasso di deposito nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

(percentuali annue)



Fonti: BCE (Statistiche sui tassi di interesse delle IFM (MIR), Dati sui mercati finanziari (FM)), RateWatch, Federal Deposit Insurance Corporation ed elaborazioni della BCE.

Note: il tasso di riferimento degli Stati Uniti è il tasso del fondo federale. Pannello di sinistra: i depositi a termine negli Stati Uniti sono il tasso medio su un certificato di deposito di 12 mesi con un minimo di USD10.000. I tassi di controllo sono il tasso medio su un conto corrente minimo di 2.500 USD. i depositi a termine negli Stati Uniti sono tassi nazionali sui certificati di deposito a 12 mesi per depositi non jumbo (< USD 100.000). I tassi di controllo sono tassi nazionali sui depositi non jumbo. Pannello di destra: i depositi a termine nell'area dell'euro sono quelli con scadenza fino a due anni. Il tasso di riferimento della BCE è il tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali fino a maggio 2014 e il tasso sui depositi presso la banca centrale successivamente. Le ultime osservazioni sono per agosto 2023 per i tassi ufficiali e giugno 2023 per i tassi sui depositi bancari.

Alla luce di questi sviluppi, dobbiamo essere prudenti nel calibrare il nostro orientamento di politica monetaria se vogliamo raggiungere il nostro obiettivo di inflazione senza danneggiare inutilmente l'attività economica.

È possibile che la trasmissione della nostra politica monetaria possa essere ancora più forte di quanto indicato dalle proiezioni dello staff.

Il rapido aumento dei tassi di interesse e la rapida contrazione del nostro bilancio possono portare a effetti più forti sulle condizioni monetarie e creditizie e, infine, sull'economia e sull'inflazione. Inoltre, l'inasprimento della politica monetaria è amplificato dalle ricadute della politica internazionale.<sup>[22]</sup>

In queste circostanze, la nostra politica monetaria disinflazionistica può essere condotta combinando approcci diversi. Un approccio – l'approccio *di livello* – comporta un aumento rispetto a dove si trova attualmente il tasso di riferimento, con il rischio di dover tagliare prima e più velocemente, come implicito nelle aspettative degli investitori sul futuro percorso dei tassi di interesse. Un altro approccio – l'approccio *della persistenza* – sostiene invece di offrire lo stesso grado di restrizione generale evitando alti e bassi, vale a dire mantenendo i tassi ufficiali al livello prevalente per un periodo prolungato.

Porre l'accento sulla *persistenza* può essere particolarmente utile nella situazione attuale, in cui il tasso di riferimento si avvicina al livello necessario per conseguire la stabilità dei prezzi a medio termine, il rischio di un disancoraggio delle aspettative di inflazione è basso, i rischi di inflazione sono equilibrati e l'attività economica è debole. In tali condizioni, affidarsi esclusivamente a un approccio aggressivo ai rialzi dei tassi potrebbe amplificare il rischio associato a una stretta eccessiva, che potrebbe successivamente richiedere un taglio rapido dei tassi in un contesto economico in deterioramento. L'elemento *di persistenza* può mitigare questo rischio, dando alla banca centrale più tempo per valutare gli effetti ritardati delle sue passate misure politiche e mettere a punto la calibrazione della sua posizione man mano che nuove informazioni vengono alla luce nel tempo. Questo "respiro" è cruciale dato che – come ho detto prima – la trasmissione della nostra politica monetaria potrebbe effettivamente rivelarsi più forte di quanto indichino le nostre proiezioni.

Inoltre, favorire la *persistenza* sarebbe in linea con la nostra precedente risposta proporzionata alle sfide in evoluzione per la

stabilità dei prezzi. Inizialmente abbiamo privilegiato un'azione rapida, aumentando i tassi a grandi passi per normalizzare il nostro orientamento di politica monetaria. Abbiamo comunicato un chiaro percorso al rialzo per i tassi di interesse per segnalare l'impegno verso questo obiettivo e abbiamo portato i tassi a livelli restrittivi per affrontare i rischi che l'inflazione possa rimanere troppo elevata per troppo tempo. Successivamente, abbiamo ridotto la velocità, consapevoli della diminuzione della distanza dal nostro obiettivo e del crescente rischio di errori di valutazione delle politiche. Tuttavia, enfatizzare *la persistenza* potrebbe porre sfide di comunicazione. Potrebbe suscitare preoccupazioni circa l'efficacia della nostra politica disinflazionistica. Oppure potrebbe suscitare preoccupazioni sul fatto che la persistenza possa semplicemente equivalere a ritardare azioni tangibili, come i rialzi dei tassi, a favore di una strategia di mantenimento dei tassi più alti in una fase successiva, che alla fine potrebbe o meno essere interiorizzata dagli investitori nella loro previsione della politica futura. Per contrastare tali malintesi sarebbe necessaria una chiara comunicazione da parte della BCE. Dobbiamo spiegare che lo stesso grado di restrizione può essere fornito con diverse combinazioni di livelli di tasso e persistenza.

In ogni caso, l'approccio di *livello* non è immune da problemi di comunicazione. Ad esempio, con un tale approccio, un modello di rialzo seguito da successivi tagli dei tassi potrebbe compromettere l'impatto disinflazionistico della nostra politica se la curva dei rendimenti si inverte in anticipo.<sup>[23]</sup> Ma se gli operatori di mercato comprendessero la persistenza come un elemento chiave della nostra politica, il rischio di un'inversione della curva dei rendimenti svanirebbe.

Determinando la durata di un tasso di riferimento specifico sulla base dei dati in entrata, possiamo utilizzare la persistenza come stabilizzatore dinamico. Ciò ci consentirebbe di adattare in modo flessibile la nostra posizione in base all'evoluzione dei rischi senza

dover prendere decisioni che potrebbero dover essere invertite, a un costo elevato.

Questa metodologia adattiva si allinea perfettamente con il nostro approccio dipendente dai dati. E, naturalmente, se le prospettive di inflazione dovessero deteriorarsi in modo sostanziale, sarebbe giustificato un ulteriore aggiustamento dei tassi.

Vi sono anche aspetti di stabilità finanziaria da considerare, nella misura in cui possono influire sulla regolare trasmissione della nostra politica monetaria. Sarebbero mal serviti da politiche aggressive che potrebbero portare a configurazioni atipiche della struttura a termine e interferire con le consuete pratiche di gestione delle attività e delle passività, esponendo eventualmente alcuni intermediari a rischi di tasso di interesse sostanziali.

## Conclusione

Permettetemi di concludere.

La calibrazione della politica monetaria è diventata sempre più complessa.

Siamo in una congiuntura in cui l'inflazione è in calo, con shock dell'offerta in attenuazione, ma la stretta monetaria passata deve ancora essere avvertita pienamente. Con i tassi ora in territorio restrittivo, la politica monetaria deve essere calibrata in modo da consentirci di raggiungere il nostro obiettivo di inflazione in modo tempestivo, evitando costi inutili per l'economia.

Quindi dobbiamo ottenere la giusta disinflazione.

A tal fine, quando si orienta l'orientamento della politica monetaria, la persistenza sta diventando importante quanto il livello dei nostri tassi di riferimento. Ciò è particolarmente vero dato che i rischi per le prospettive di inflazione sono diventati più equilibrati, mentre i rischi per le prospettive economiche si sono spostati verso il basso.

Una posizione che incorpora la persistenza offre un maggiore margine di manovra per adeguare in modo flessibile la nostra politica alla luce dei dati in arrivo, senza lasciare spazio per vacillare nella lotta contro l'inflazione. E in effetti, non ci sono dubbi: siamo pienamente impegnati a riportare l'inflazione al nostro obiettivo in modo tempestivo.

1. De Santis, R. (2023), "The Great Supply Shocks: Impact on Euro Area Output and Prices", presented at the [2023 International Journal of Central Banking Conference](#).
2. Arce, O., Koester, G. and Nickel, C. (2023), "[One year since Russia's invasion of Ukraine – the effects on euro area inflation](#)", *The ECB Blog*, 24 February.
3. Prima della guerra, la Russia e l'Ucraina rappresentavano rispettivamente circa il 25% e il 17% delle esportazioni globali totali di grano e mais, mentre la Russia era un fornitore cruciale di materie prime utilizzate nei fertilizzanti, come il potassio.
4. Nel maggio 2023 le vendite al dettaglio di prodotti alimentari, bevande e tabacco al dettaglio nell'area dell'euro sono diminuite del 3,8% rispetto al volume rispetto all'anno precedente (e del 6,5% rispetto a gennaio 2022).
5. Ad esempio, nel settore alimentare la correlazione massima tra i prezzi alla produzione alimentare e l'inflazione dei ristoranti – che ha contribuito in modo significativo all'aumento dell'inflazione dei servizi – viene raggiunta con un ritardo di cinque mesi. I ristoranti sono aumentati di peso nel paniere dei consumi dei servizi, con il loro contributo all'inflazione dei servizi attualmente da due a tre volte superiore alla loro media a lungo termine.
6. Gli squilibri tra domanda e offerta limitano la concorrenza e consentono alle imprese che massimizzano i profitti di aumentare i loro margini di profitto senza perdere quote di mercato. In tale contesto è inoltre meno chiara la misura in cui gli aumenti dei prezzi di vendita riflettono il trasferimento di maggiori costi o vanno oltre gli aumenti dei costi e i margini di profitto dei benefici.
7. Panetta, F. (2023), "[Everything everywhere all at once: responding to multiple global shocks](#)", speech at a panel on "Global shocks, policy spillovers and geo-strategic risks: how to coordinate policies" at The ECB and its Watchers XXIII Conference, 22 March.
8. Panetta, F. (2023), "[The complexity of monetary policy](#)", speech at the CEPR-EABCN conference on "Finding the Gap: Output Gap Measurement in the Euro Area" held at the European University Institute, 14 November.
9. La fissazione dei salari nell'area dell'euro è scaglionata e fortemente inerziale.
10. Lagarde, C. (2023), "[The path ahead](#)", speech at "The ECB and Its Watchers XXIII" conference, 22 March.

11. Nelle edizioni di marzo, aprile e maggio dell'indagine sulle aspettative dei consumatori della BCE, le aspettative di inflazione mediana a 12 mesi di anticipo mostrano un graduale calo. Cfr. tavola 1 in BCE (2023), "[Consumer Expectations Survey - Inflation perceptions and expectations](#)", 5 luglio.
12. European Commission (2023), "[Economic Sentiment and Employment Expectations down in the EU and the euro area](#)", 28 July.
13. Gli ultimi risultati dell'indagine della BCE sui previsori professionali e sull'indagine degli analisti monetari prevedono un'inflazione di lungo periodo rispettivamente al 2,1% e al 2,0%. Per l'indagine della BCE sui previsori professionali, le aspettative di inflazione a più lungo termine si riferiscono all'anno 2028, mentre per l'indagine degli analisti monetari le aspettative di inflazione di lungo periodo non sono legate a un anno specifico. Cfr. [BCE \(2023\), "ECB Survey of Professional Forecasters – Survey Results Q3 2023"](#) e BCE (2023), "[The ECB Survey of Monetary Analysts: Aggregated Results](#)", luglio.
14. La BCE monitora diversi indicatori dell'inflazione di fondo. Questi possono essere raggruppati in tre categorie: (i) misure basate sull'esclusione, (ii) misure ridotte e (iii) misure basate su modelli. Queste misure mirano a cogliere andamenti dei prezzi più persistenti (ad esempio, escludendo dall'inflazione complessiva voci più volatili) per fornire un segnale più chiaro per l'andamento dell'inflazione a medio termine.
15. La persistenza dell'inflazione core nei mesi estivi è dovuta all'elevata domanda di servizi e agli effetti base.
16. Seguendo l'approccio di Lenza e Reichlin (2011), gli esperti della BCE hanno condotto un'analisi empirica in cui l'inflazione di fondo viene confrontata con misure tempestive e regolari dell'inflazione di fondo. Le medie mobili biennali (AdG) centrate e unilaterali dell'inflazione complessiva sono costruite e quindi confrontate con l'inflazione di fondo. La misura MA centrata guida l'inflazione complessiva, poiché è per costruzione una combinazione lineare di osservazioni passate e future. Al contrario, la misura unilaterale dell'MA è in ritardo rispetto all'inflazione complessiva, in quanto si basa esclusivamente sui dati passati. L'inflazione core dell'area dell'euro segue molto da vicino l'indicatore ritardato. Questo risultato fornisce prove prima facie del fatto che l'inflazione di fondo non è un indicatore tempestivo dell'inflazione a medio termine. Inoltre, l'utilizzo dell'attuale inflazione core per prevedere l'inflazione complessiva futura non produce guadagni sostanziali rispetto a un semplice modello autoregressivo, soprattutto su orizzonti brevi. Vedi anche Lenza, M., e Reichlin, L. (2011),

["Should the ECB use core inflation as a signal for medium-term inflation?"](#), *VoxEU Column*, 24 giugno.

17. Le imprese hanno reagito alla minaccia di carenze ordinando di più e prima del solito, il che a sua volta ha spinto verso l'alto l'inflazione lungo la catena dei prezzi, un fenomeno noto come "effetto bullwhip". Cfr. Rees, D. e Rungcharoenkitkul, P. (2021), "[Bottlenecks: causes and macroeconomic implications](#)", *Bollettino BRI*, n. 48, 11 novembre.
18. S&P Global (2023), "[HCOB Flash Eurozone PMI](#)", 24 July.
19. Ibid.
20. ECB (2023), [Euro area bank lending survey](#), July.
21. Lane, P. R. (2023), "[The banking channel of monetary policy tightening in the euro area](#)", remarks at the Panel Discussion on Banking Solvency and Monetary Policy, NBER Summer Institute 2023 Macro, Money and Financial Frictions Workshop, 12 July.
22. L'analisi degli esperti della BCE rileva che un inasprimento simultaneo della politica monetaria negli Stati Uniti, nel Regno Unito e nell'area dell'euro raddoppia l'impatto negativo sull'inflazione nel 2023 rispetto a uno scenario senza ricadute.
23. Di recente ne abbiamo avuto prova nei risultati del Survey of Monetary Analysts (SMA). A partire dalla fine del 2022, è emerso un modello sistematico nell'evoluzione delle aspettative degli intervistati SMA nei round successivi, in cui il continuo aumento del livello massimo atteso dei tassi ufficiali è stato accompagnato da aspettative di una duration più breve al picco (misurata come la durata dal picco al primo taglio dei tassi previsto). Secondo la SMA di luglio 2023, la tempistica mediana prevista per il prossimo calo dei tassi è febbraio 2024. Cfr. BCE (2023), "[The ECB Survey of Monetary Analysts: Aggregated Results](#)", giugno.