

La politica monetaria dopo una tempesta perfetta: *festina lente*

Intervento di Fabio Panetta

Governatore della Banca d'Italia

3^a Conferenza internazionale di politica monetaria della Banca di Finlandia sul tema "La politica monetaria in contesti di bassa e alta inflazione"⁽¹⁾

Helsinki, 26 giugno 2024

Buon pomeriggio signore e signori. Desidero ringraziare la Banca di Finlandia per aver organizzato questa conferenza e il governatore Rehn per avermi invitato. È un grande piacere essere qui. La Finlandia è stata incoronata il paese più felice del mondo per il settimo anno consecutivo nel World Happiness Report pubblicato di recente.⁽²⁾ Sono davvero felice di far parte di questa felicità.

Siamo a un **punto di svolta nel ciclo di politica monetaria europea**. A giugno il Consiglio direttivo ha deciso di **tagliare i tassi di interesse di riferimento della BCE di 25 punti base, dopo averli mantenuti a livelli elevati per nove mesi**. I punti di svolta attirano inevitabilmente l'attenzione e il dibattito politico è ora concentrato sui **prossimi passi**: gli osservatori della BCE sono alla **ricerca di indizi sul ritmo del percorso di normalizzazione**.

Esaminerò brevemente ciò che è accaduto all'**inflazione** negli **ultimi tre anni**. Discuterò poi alcune delle **preoccupazioni** che

permangono sul **processo di disinflazione**, in particolare l'**andamento dei prezzi nel settore dei servizi** e il **ruolo dei profitti, dei costi dei fattori produttivi e del costo del lavoro**. Successivamente, esaminerò le **prospettive per l'inflazione e la crescita**. Prima di concludere, illustrerò le mie riflessioni sull'**evoluzione della politica monetaria**.

Il mio **messaggio principale** è che **il processo di disinflazione richiede due ingredienti**. Dobbiamo **continuare ad adeguare i tassi di riferimento per completare il processo e raggiungere senza problemi il nostro obiettivo di inflazione del 2% in uno scenario in cui le nostre aspettative si rivelino sostanzialmente corrette**. Ma dobbiamo anche essere **prudenti ed essere pronti ad adeguare la nostra politica in risposta agli shock che possono creare rischi al rialzo o al ribasso per le prospettive attuali**.

1. Genesi e sviluppo di una tempesta perfetta

Dopo anni di bassa inflazione, tra il 2021 e il 2023 l'area dell'euro ha registrato un **aumento eccezionale dei prezzi** (Figura 1). I vincoli di offerta, il rimbalzo dei consumi e l'impennata dei prezzi delle materie prime e dell'energia hanno creato una **tempesta perfetta per l'inflazione**. La natura della tempesta è stata dibattuta in innumerevoli articoli, e non la rivedrò sistematicamente oggi. ⁽³⁾ Ci sono solo alcuni punti che vorrei sottolineare.

La prima è che **le condizioni per la tempesta si sono formate nel 2020, quando l'inflazione era vicina allo zero**. La pandemia ha sconvolto le catene di approvvigionamento e ha causato un **cambiamento strutturale nei modelli di consumo**, compresa una riallocazione dai servizi ai beni, che si è rivelato altamente consequenziale nei due anni successivi.

Il secondo punto è che, paradossalmente, **la ripresa dell'economia statunitense ha complicato il quadro nell'area dell'euro**. È stata rapida e forte, sostenuta da un generoso stimolo fiscale e dall'eccesso di risparmio accumulato durante i lockdown dovuti alla pandemia, e inizialmente ha coinvolto più i beni che i servizi. Ciò ha portato a **forti oscillazioni dei prezzi relativi**, spingendo al rialzo l'inflazione complessiva; ⁽⁴⁾ ha inoltre messo a dura prova le **catene di approvvigionamento** e ha aumentato i **prezzi delle materie prime e dell'energia sui mercati internazionali**. Per uno scherzo del destino, uno shock positivo della domanda negli Stati Uniti si è trasformato in un ulteriore shock negativo dell'offerta per l'Europa.

L'invasione russa dell'Ucraina nel febbraio 2022 ha cambiato radicalmente le prospettive di inflazione. Alla vigilia dell'invasione, l'inflazione si aggirava intorno al 5 per cento e gli economisti, gli analisti e gli investitori dell'Eurosistema concordavano ampiamente sul fatto che le pressioni sui prezzi si sarebbero attenuate in tempi relativamente brevi. Nei mesi successivi, una serie

straordinaria di **shock dei prezzi dell'energia e delle materie prime** ha raddoppiato l'inflazione complessiva, sconvolgendo sia i mercati che le banche centrali. ⁽⁵⁾ In breve, **siamo entrati in un mondo diverso**. ⁽⁶⁾

2. Dovremmo (ancora) preoccuparci dei servizi e dei salari?

In risposta all'aumento dell'inflazione, nel luglio 2022 la **BCE** ha avviato una **serie di rialzi dei tassi senza precedenti**. Questa risposta decisiva ha dato i suoi frutti: gli shock dal lato dell'offerta, le strozzature e l'impennata dei prezzi dell'energia non hanno innescato una **spirale inflazionistica**, come in passato, e le aspettative di inflazione sono rimaste saldamente ancorate. Il **processo di disinflazione** è ormai ben avviato. **L'inflazione è scesa da un picco del 10,6% nell'ottobre 2022 al 2,6% a maggio e la velocità del calo è stata senza precedenti, come l'aumento precedente.**

Tuttavia, **l'inflazione non è ancora tornata all'obiettivo**. Alcuni commentatori hanno indicato **la dinamica dei prezzi nel settore dei servizi e nel mercato del lavoro come possibili ostacoli nell'"ultimo miglio" degli sforzi di stabilizzazione dei prezzi**. Dovremmo certamente rimanere **vigili sugli sviluppi in queste aree**, ma uno sguardo più attento ai dati suggerisce che l'"ultimo miglio" potrebbe richiedere nient'altro che **pazienza** e un attento **monitoraggio del processo di disinflazione in corso**.

2.1 L'ascesa e la caduta dell'inflazione nel settore dei servizi

Il **settore dei servizi** ha attirato l'attenzione per due motivi correlati. In primo luogo, l'inflazione dei servizi sembra essere **più persistente di quella dei beni**. In secondo luogo, **la crescita dei prezzi dei servizi rimane al di sopra dell'obiettivo della BCE**. Permettetemi di discutere questi punti uno dopo l'altro.

La persistenza è solo apparente. Riflette il fatto che **l'inflazione nel settore dei servizi ha iniziato a salire più tardi, ha raggiunto il picco più tardi e ha iniziato a scendere più tardi**. A sua volta, questo aumento e abbassamento ritardato dipende dalla combinazione di due forze.

Una è puramente casuale e specificamente legata all'episodio pandemico. Inizialmente, la ripresa dei consumi è stata trainata principalmente dalla domanda di beni, in particolare di beni durevoli che i consumatori non hanno potuto acquistare durante la prima fase del lockdown. **Il consumo di beni si è ripreso rapidamente nell'area dell'euro; è cresciuto ancora più velocemente negli Stati Uniti, dove ha superato i livelli pre-pandemia. I consumi dei servizi si sono ripresi più tardi e più lentamente, soprattutto nell'area dell'euro** (Figura 2).

La seconda forza è strutturale. **I beni e i servizi reagiscono in modo diverso agli shock esogeni di spinta dei costi perché sono caratterizzati da diversi meccanismi di aggiustamento dei prezzi.** In particolare, **gli adeguamenti dei prezzi sono più lenti per i servizi.** Uno dei motivi è che molti servizi sono forniti direttamente dal settore pubblico o sono soggetti ad attriti amministrativi e contrattuali. ⁽⁷⁾

Si considerino gli **shock dei prezzi dell'energia.** Le stime basate su dati storici e modelli econometrici standard mostrano che, **a seguito di uno shock energetico, l'inflazione dei beni industriali non energetici raggiunge il picco in circa un anno e ritorna all'equilibrio entro due anni;** al contrario, **l'inflazione dei servizi raggiunge il picco circa sei mesi dopo e si normalizza dopo quasi tre anni** (Figura 3a). In termini di entità relativa e tempistica, queste stime sono praticamente speculari ai modelli di inflazione effettivamente osservati tra il 2022 e il 2024 (Figura 3b). Questa notevole coincidenza corrobora l'ipotesi che **la propagazione asimmetrica degli shock energetici spieghi buona parte della "sconcertante" divergenza tra i due settori.**

La seconda preoccupazione è che **l'inflazione dei servizi rimanga superiore a quella dei beni e al di sopra dell'obiettivo della BCE.** Tuttavia, questo non sorprende: storicamente, è stato quasi sempre così. Nell'area dell'euro, dall'inizio degli anni '90 l'inflazione dei servizi è stata superiore di circa 1 punto percentuale rispetto all'inflazione dei beni; prima della grande crisi finanziaria, era anche sistematicamente al di sopra dell'obiettivo della BCE (Figura 4).

Qualunque sia la spiegazione di questa differenza, i dati suggeriscono che **non c'è motivo di aspettarsi che l'inflazione di beni e servizi coincida nel lungo periodo.** ⁽⁸⁾

Ciò che conta è **la convergenza dell'inflazione complessiva verso il nostro obiettivo, non il comportamento delle singole componenti dell'indice dei prezzi.** Il livello relativamente elevato dell'inflazione dei servizi sarà monitorato attentamente in futuro, ma abbiamo motivo di credere che la viscosità di questo settore non sia in alcun modo anomala.

2.2. Salari, costi e profitti

I salari sono aumentati gradualmente per compensare le precedenti perdite di potere d'acquisto, e in alcuni paesi potrebbero aumentare ulteriormente. I timori che ciò riaccenderà l'inflazione sono mitigati da tre fattori.

In primo luogo, **i costi intermedi sono diminuiti in modo significativo, compensando l'impatto degli aumenti salariali sulla dinamica dei costi totali.** Questo meccanismo è già in atto e ha contribuito a un **indebolimento delle pressioni interne sui prezzi: il deflatore della produzione ha subito una brusca decelerazione dalla fine del 2022** (Figura 5).

Inoltre, negli ultimi mesi **le imprese non hanno trasferito completamente il calo dei costi dell'energia e dei fattori produttivi intermedi ai prezzi finali.** Di conseguenza, **hanno accumulato profitti sostanziali**, soprattutto in alcuni settori; ed è proprio in questi settori redditizi che i lavoratori chiedono un rapido recupero delle perdite salariali reali del passato. ⁽⁹⁾ Ciò significa che, **in futuro, i profitti possono svolgere un ruolo tampone, limitando il trasferimento dagli aumenti salariali ai prezzi al consumo.**

Infine, **dal 2021 la produttività è frenata da un uso molto intensivo del fattore lavoro, trainato dall'aumento dei costi degli altri input produttivi e dal calo del costo reale del lavoro.** È

probabile che la **crescita della produttività** riprenda nei prossimi mesi, poiché la manodopera diventa relativamente più costosa, portando a un aumento del rapporto capitale-lavoro. Ciò comprimerà la crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e quindi dei prezzi al consumo.

3. Le prospettive per l'inflazione e la crescita

Un attento esame dei movimenti di prezzo disaggregati e ad alta frequenza è essenziale per comprendere le **dinamiche dell'inflazione**, ma c'è un limite alla quantità di informazioni che possono essere ricavate dai soli dati grezzi. **La politica monetaria è lungimirante. In quanto tale, deve anche basarsi su una stima di come l'inflazione potrebbe evolvere nel medio termine.**

Un modo per orientare questa stima è quello di utilizzare **indicatori di "inflazione di fondo"** che filtrino il rumore e l'eterogeneità trasversale nei dati e forniscano un **segnale più chiaro sulle tendenze comuni dell'inflazione a medio termine**. Molti indicatori disponibili di questo tipo mostrano che **l'inflazione ha registrato una tendenza al ribasso stabile dal 2023** (Figura 6). Anche l'indicatore più semplice, l'inflazione di fondo, ha registrato una tendenza al ribasso; non dobbiamo dimenticare che l'inflazione relativamente elevata dei servizi è stata accompagnata da un'inflazione molto bassa per i beni industriali non energetici.

Un'altra strategia consiste nell'utilizzare proiezioni basate su modelli combinati con il giudizio degli esperti. Le ultime proiezioni dell'Eurosistema indicano un **graduale ritorno dell'inflazione all'obiettivo nel medio periodo e sono quindi pienamente coerenti con gli indicatori di inflazione di fondo**. Nel biennio 2022-2023 le previsioni di inflazione hanno subito un duro colpo perché volatili e (non sorprendentemente) soggette a ampie revisioni. Tuttavia, non siamo più in quella situazione: **le proiezioni per il 2025 hanno oscillato in un range ristretto – tra il 2,0 e il 2,2 per cento – per più di un anno**, e quelle per il **2026** non sono cambiate dallo scorso dicembre, attestandosi all'**1,9 per cento**.

Sebbene la nostra fiducia nel processo di disinflazione sia cresciuta costantemente nel tempo, **le prospettive per l'attività economica rimangono fragili. L'economia dell'area dell'euro è impantanata nella stagnazione dalla fine del 2022. L'aumento della crescita del PIL nel primo trimestre di quest'anno**

potrebbe essere meno rassicurante di quanto sembri, dati i dati deludenti per i consumi e gli investimenti delle imprese. Inoltre, si prevede che il PIL crescerà in media dell'1,5% nei prossimi due anni, circa mezzo punto percentuale in meno rispetto all'ultima fase espansiva. ⁽¹⁰⁾

4. Implicazioni di politica monetaria

Allora, dove ci porta tutto questo in termini di **politica monetaria**?

Il recente **taglio dei tassi d'interesse** riflette il **calo dell'inflazione osservato e atteso** che ho appena descritto.

In futuro, il ritmo di **normalizzazione della politica monetaria** continuerà a basarsi sulla **valutazione delle prospettive di inflazione**, sulla **dinamica dell'inflazione di fondo** e sulla **forza della trasmissione della politica monetaria**. Potrebbero esserci sporadici dati inaspettati lungo il percorso, ma **l'andamento generale della politica monetaria non cambierà finché il quadro generale confermerà che continuiamo ad avanzare verso l'obiettivo.**

Nel valutare questo scenario di riferimento è necessario tenere conto di due elementi.

In primo luogo, **la trasmissione dell'orientamento restrittivo di politica monetaria adottato finora è ancora in corso**. Le nostre stime suggeriscono che **i rialzi dei tassi di interesse attuati nel 2022-2023 si stanno ancora facendo strada nell'economia e che il loro impatto sull'inflazione potrebbe essere più forte nel 2024 che nel 2023.** ⁽¹¹⁾

In secondo luogo, **l'effetto di eventuali tagli dei tassi sarà probabilmente mitigato dalla contrazione in corso del bilancio dell'Eurosistema.** Ciò potrebbe rendere la fase di normalizzazione diversa dal passato, ad esempio incidendo sui **costi di finanziamento delle banche e sull'offerta di credito**. In effetti, i dati raccolti attraverso l'indagine sul credito bancario (Bank Lending Survey, BLS) indicano che la riduzione del portafoglio di attività di politica monetaria sta già avendo un **effetto restrittivo sulle condizioni di credito bancario** (Figura 7).

Ancora più importante, la **linea di base**, non importa quanto accuratamente costruita, è solo uno dei tanti possibili risultati. La lezione chiave degli ultimi quattro anni è che **i responsabili politici devono anche prendere in considerazione scenari alternativi**. Permettetemi quindi di precisare il quadro evidenziando i **principali**

rischi che l'area dell'euro potrebbe dover affrontare nel medio termine.

Un possibile rischio è un'altra ondata di shock geopolitici. È ormai chiaro che gli scontri diplomatici e militari tra paesi possono avere effetti drammatici sul commercio, sui flussi di capitali, sulla crescita e sui prezzi. ⁽¹²⁾ Dato lo stato attuale delle relazioni internazionali, **dobbiamo sperare, ma certamente non dare per scontato, che il panorama globale sarà più stabile in futuro di quanto non lo sia stato negli ultimi due anni.**

Un altro rischio è un **aumento dell'incertezza politica all'interno dei paesi.** Alcune delle maggiori economie del mondo hanno eletto o eleggeranno i loro leader nel 2024 e il ricambio politico si traduce fisiologicamente in incertezza politica: le famiglie e gli investitori devono farsi un'idea di come i governi entranti gestiranno molte decisioni economiche e politiche critiche. È difficile immaginare come questo possa influenzare l'inflazione. L'incertezza può scomparire senza conseguenze. Può innescare deflussi di capitali e deprezzamenti valutarî, creando pressioni al rialzo sui prezzi. Ma potrebbe anche scuotere la fiducia e indebolire la domanda, arrestando o addirittura invertendo la fragile ripresa a cui abbiamo assistito finora. Insomma, sappiamo di non sapere.

Le banche centrali dovrebbero essere pronte ad affrontare le conseguenze di tali shock, se e quando si materializzeranno. Ciò implica la disponibilità a utilizzare l'intera gamma di strumenti a loro disposizione per adeguare l'orientamento monetario, affrontare eventuali minacce alla stabilità dei prezzi e proteggere il meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

5. Conclusioni

Permettetemi di concludere.

L'area dell'euro è emersa da una **"tempesta perfetta"**, una **violenta ondata di inflazione guidata da una serie di shock ampi e imprevedibili dal lato dell'offerta**. L'inflazione è ora su un **percorso discendente** e molte delle questioni che abbiamo discusso così vigorosamente negli ultimi mesi potrebbero diventare meno importanti in futuro.

L'attuale quadro macroeconomico è coerente con una normalizzazione dell'orientamento monetario. La BCE ha debitamente avviato questo processo alcune settimane fa e, nello scenario di base, lo proseguirà gradualmente e senza intoppi.

Nel calibrare la normalizzazione dovremmo essere **dipendenti dai dati**, tenendo conto delle informazioni in arrivo sulle prospettive macroeconomiche senza sovrappesare i segnali temporanei nei dati. Dovremmo anche **essere cauti nelle nostre comunicazioni**, evitando le indicazioni prospettiche "casuali" che possono derivare da previsioni (implicite o esplicite) sulla tempistica e la sequenza dei futuri tagli dei tassi di interesse. Una comunicazione irregolare distoglierebbe l'attenzione dal fattore determinante delle nostre decisioni di politica monetaria, vale a dire la nostra **funzione di reazione**.

Infine, la politica monetaria richiede una gestione dei rischi e degli scenari di coda, non solo delle linee di base. **I rischi politici e geopolitici rimangono elevati e richiedono consapevolezza, flessibilità e piani d'azione contingenti agli Stati**. Come altre banche centrali, **la BCE è stata messa a dura prova su queste dimensioni più di una volta negli ultimi 15 anni**. I test sono stati superati con successo. Sono stati difficili, ma anche istruttivi, e sono promettenti per il modo in cui la politica monetaria sarà gestita in futuro.

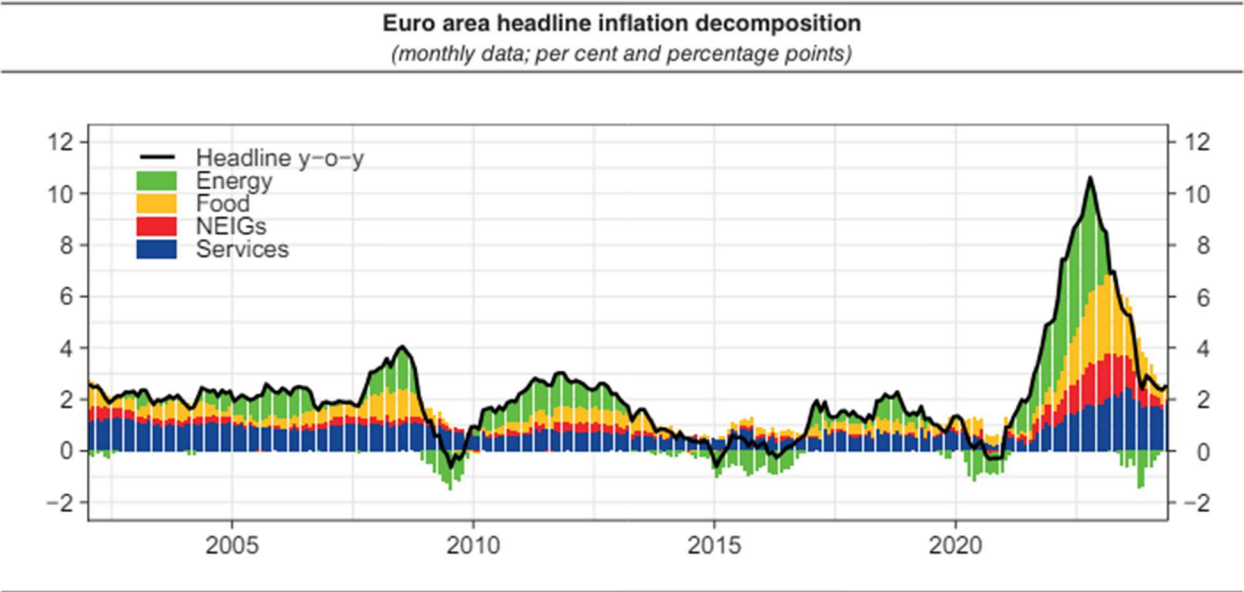
Sulla base di queste esperienze, **sono fiducioso che, salvo nuovi sconvolgimenti, passeremo presto dalla saga dell'"ultimo**

miglio" alla realtà del "primo sorriso" che accompagna un
pieno ripristino della stabilità dei prezzi.

Grazie.

Figura 1: Scomposizione dell'inflazione complessiva nell'area dell'euro

Figure 1

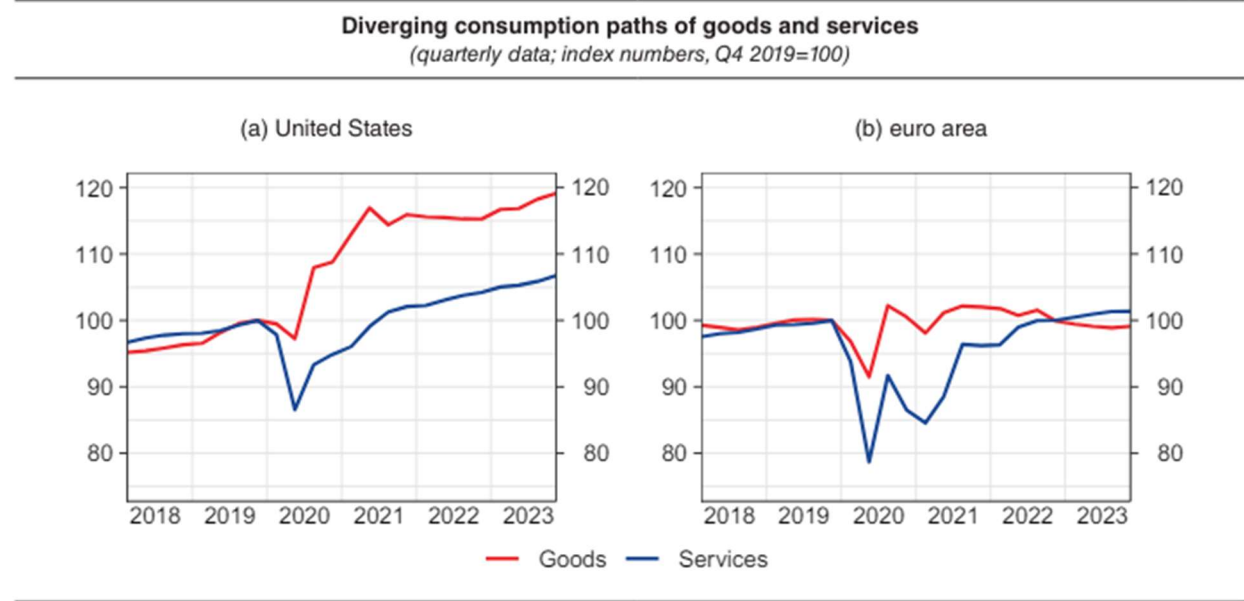


Source: calculations based on Eurostat data.
Notes: the figure reports the year-on-year percentage changes of the euro-zone HICP, decomposed into contributions of its components.

Note: la figura riporta le variazioni percentuali su base annua dell'IPCA dell'Eurozona, scomposte in contribuzioni delle sue componenti: Energia – Beni alimentari – Beni industriali non energetici – Servizi.

Figura 2: Percorsi di consumo divergenti di beni e servizi

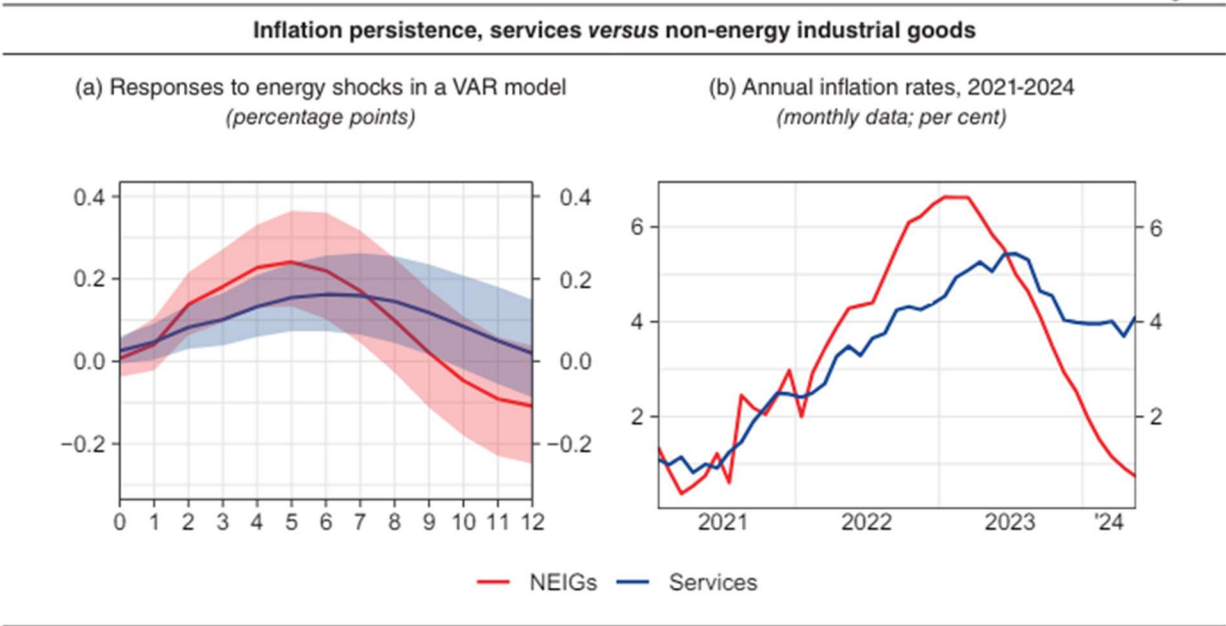
Figure 2



Source: calculations based on US Bureau of Economic Analysis and Eurostat data.
Notes: panel (b) is based on euro area countries for which data are available.

Figura 3: Persistenza dell'inflazione, servizi e beni industriali non energetici

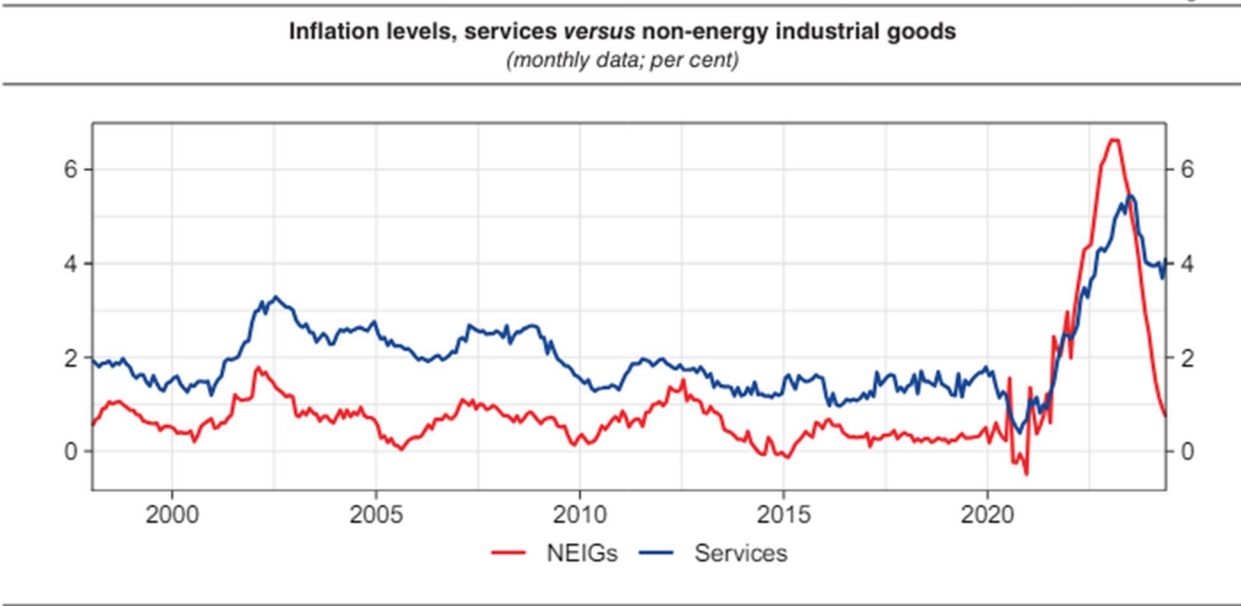
Figure 3



Source: calculations based on Eurostat data.
Notes: panel (a) reports impulse-response functions based on a quarterly VAR model over the sample period 1996-2023; the x-axis indicates the number of quarters after the energy shock. Model specification and identification of energy shocks are similar to those presented in Neri S., F. Busetti, C. Conflitti, F. Corsello, D. Delle Monache and A. Tagliabracci, 2023, 'Energy price shocks and inflation in the euro area', Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), n. 792. Panel (b) reports the year-on-year percentage changes of the euro-zone HICP of services and non-energy industrial goods (NEIGs) over the sample period 2021-2024.

Figura 4: Livelli di inflazione, servizi e beni industriali non energetici

Figure 4

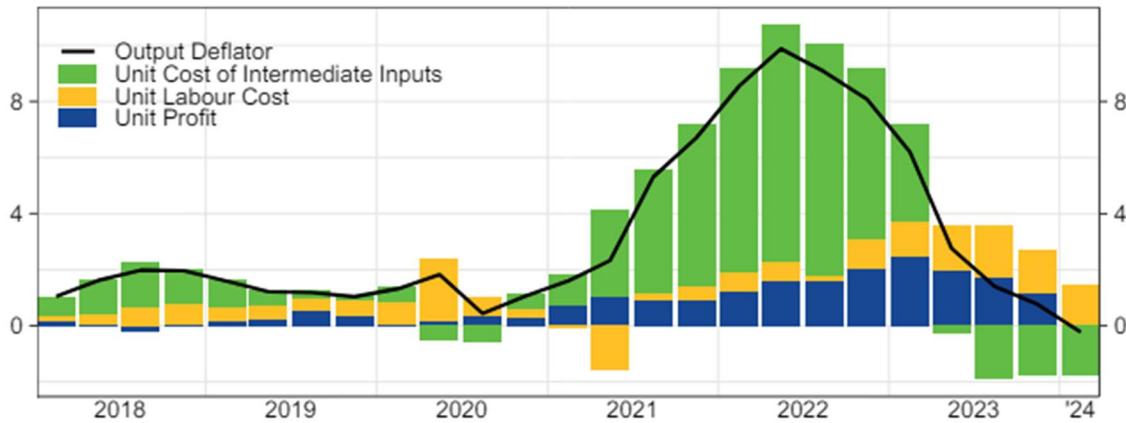


Source: calculations based on Eurostat data.
Notes: the figure reports the year-on-year percentage changes of the euro-zone HICP of services and non-energy industrial goods (NEIGs) over the sample period 1998-2024.

Figura 5: Contributo dei costi (beni intermedi – lavoro) e dei profitti alle variazioni rispetto all'anno precedente del deflatore della produzione

Figure 5

Contribution of costs and profits to year-on-year changes in the output deflator
(quarterly data; per cent and percentage points)



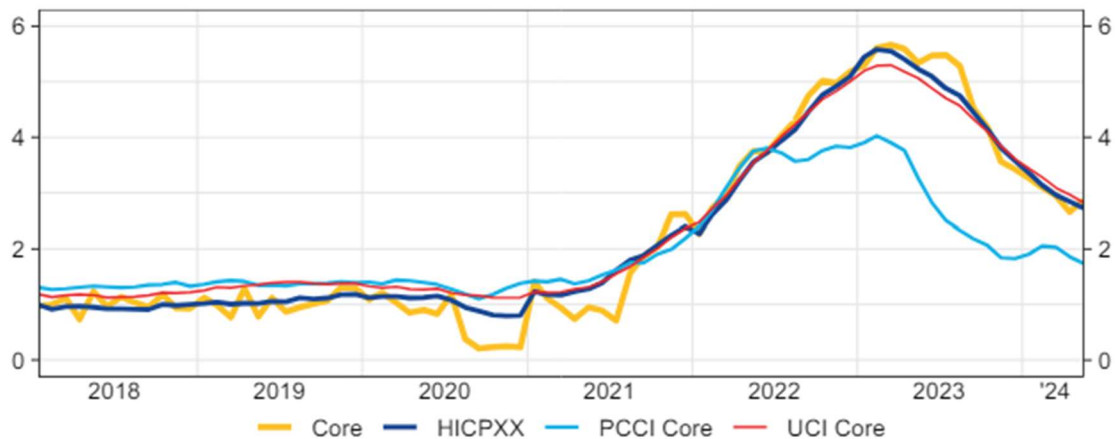
Source: calculations based on Destatis, Insee, Istat and Eurostat data.

Notes: the figure is based on data for Germany, France and Italy. The three components of the deflator (UCIP, ULC and UP) are obtained dividing, respectively, the cost of intermediate goods, the cost of labour and the gross operating surplus by the real value of production

Figura 6: Ascesa e caduta dell'inflazione sottostante

Figure 6

Rise and fall of underlying inflation
(monthly data; per cent)



Source: calculations based on Eurostat and ECB data.

Notes: core (HICPX) is the y-o-y inflation rate of the overall HICP excluding energy and food. HICPXX is the y-o-y rate of change of the index that excludes energy, food and also components related to travel and clothing. UCI is a model-based indicator of underlying inflation created by Bank of Italy staff: Aprigliano V. and F. Corsello, 'Underlying Composite Inflation (UCI): a novel indicator to track inflation developments', Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza (Occasional Papers), forthcoming. PCCI is the ECB indicator of persistent and common pressures on inflation; Baribura M. and E. Bobeica, 2020, 'PCCI – a data-rich measure of underlying inflation in the euro area', ECB Statistics Paper Series, n. 38.

Note:

Core (HICPX) è il tasso di inflazione su base annua dell'HICP complessivo, esclusi i beni energetici e alimentari.

L'HICPXX è il tasso di variazione anno su anno dell'indice che esclude l'energia, i prodotti alimentari e anche le componenti relative ai viaggi e all'abbigliamento.

L'UCI è un indicatore dell'inflazione sottostante basato su un modello creato dal personale della Banca d'Italia.

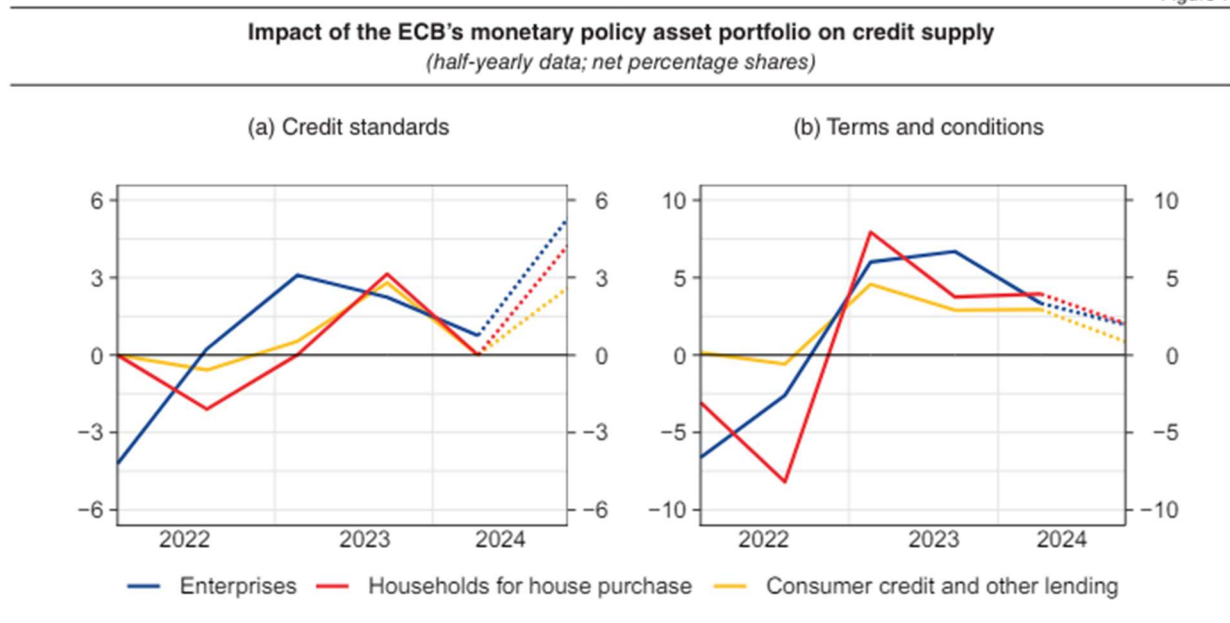
Il PCCI è l'indicatore della BCE delle pressioni persistenti e comuni sull'inflazione.

Figura 7: Impatto dell'attività di politica monetaria della BCE sull'offerta di credito

(a) Standard di credito

(b) Termini e condizioni

Figure 7



Source: ECB Bank Lending Survey (BLS).

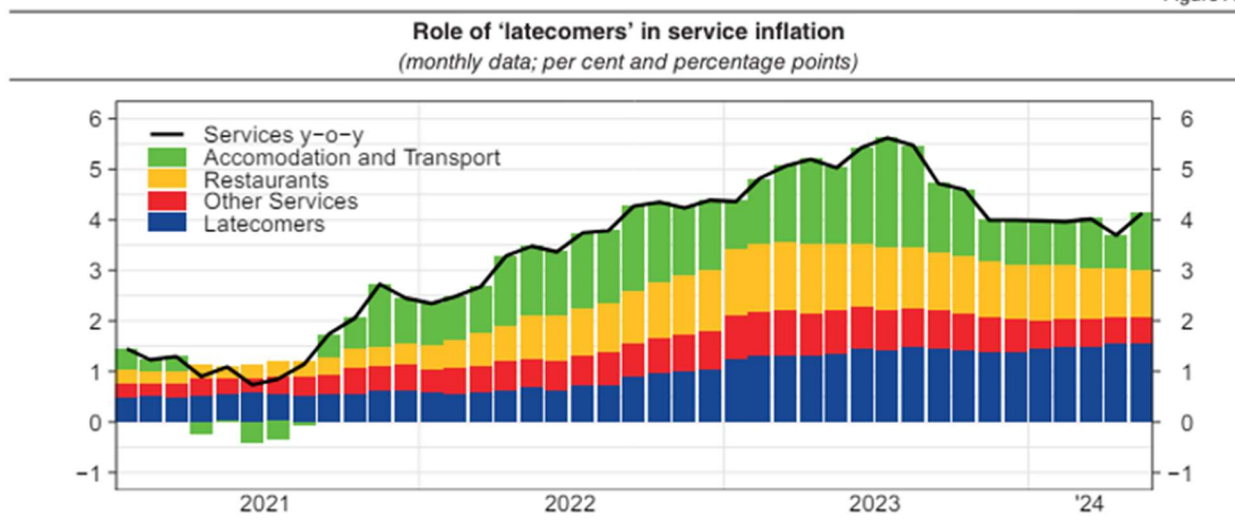
Notes: the figure shows banks' replies to the BLS question on the impact of the ECB's monetary policy asset portfolio on their credit standards (panel a) and terms and conditions (panel b) for loans to enterprises and households. A positive net percentage share indicates a tightening impact in the preceding six-month period. The last observation refers to the April 2024 survey and incorporates banks' expectations for the next six-month period (dashed line).

Note: la figura mostra le risposte delle banche alla domanda BLS sull'impatto dell'attività di politica monetaria della BCE sui loro standard di credito (pannello a) e sui termini e condizioni (pannello b) per i prestiti alle imprese e alle famiglie. Una quota percentuale netta positiva indica un impatto di inasprimento nel semestre in corso. L'ultima osservazione si riferisce all'indagine di aprile 2024 e incorpora le aspettative delle banche per il prossimo semestre (linea tratteggiata).

APPENDIX

Figura A1: Ruolo dei "ritardatari" nell'inflazione dei servizi

Figure A1



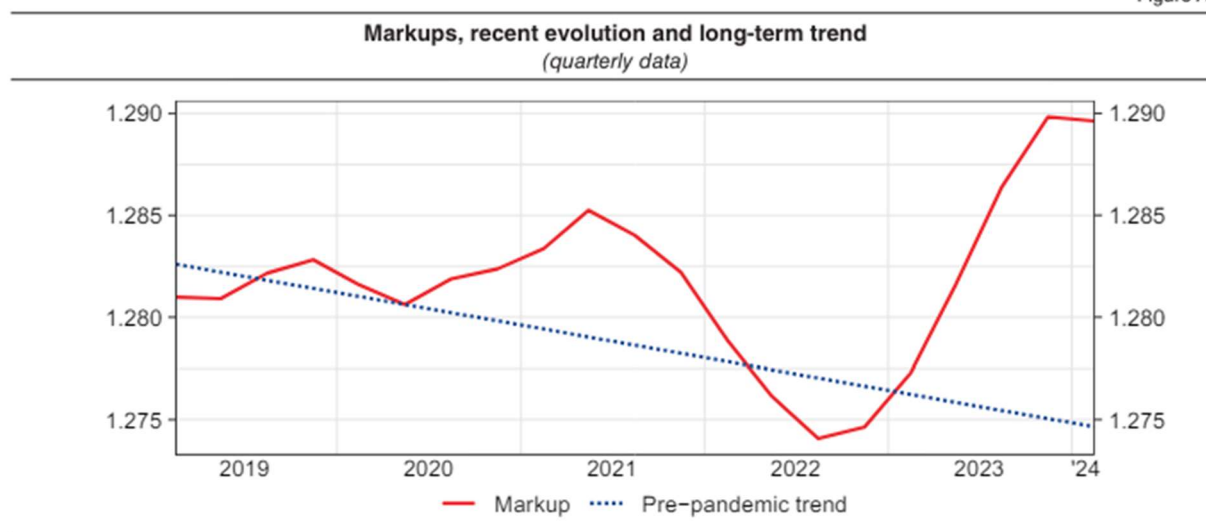
Source: calculations based on Eurostat data.

Notes: the figure reports the year-on-year percentage changes of the euro-zone services HICP decomposed into its contributions. Items in the latecomers group include housing rentals, insurance and financial services, health-related services, education, cultural and social services.

Note: la figura riporta le variazioni percentuali su base annua dell'IPCA dei servizi dell'area dell'euro scomposto nei suoi contributi. Le voci del gruppo dei "ritardatari" includono affitti di abitazioni, servizi assicurativi e finanziari, servizi legati alla salute, istruzione, servizi culturali e sociali.

Figura A2: Markup, evoluzione recente e trend di lungo periodo

Figure A2



Source: calculations based on Destatis, INSEE, Istat and Eurostat data.

Note: estimates based on data for Germany, France and Italy. Markups are defined as the ratios of the value of production over total variable costs. The pre-pandemic trend is calculated over the period 2000-2019.

Note: stime basate sui dati relativi a Germania, Francia e Italia. I markup sono definiti come i rapporti tra il valore della produzione e i costi variabili totali. L'andamento pre-pandemia è calcolato nel periodo 2000-2019.

Note

1

Ringrazio Piergiorgio Alessandri, Marco Bernardini, Francesco Corsello, Alessandro Notarpietro, Marianna Riggi, Alessandro Secchi, Fabrizio Venditti ed Eliana Viviano per i loro contributi e commenti. *Festina lente* – "affrettati lentamente" – è il motto latino che incarna un'azione politica decisa ma calma per Augusto, il primo imperatore di Roma. Il motto fu utilizzato anche nella Firenze cinquecentesca da Cosimo I De' Medici, la cui flotta adottò come simbolo una tartaruga dotata di vele.

2

Helliwell J.F., R. Layard, J.D. Sachs, J.-E. De Neve, L.B. Aknin e S. Wang (a cura di), 2024, "World Happiness Report", Università di Oxford, Centro di ricerca sul benessere.

3

Cfr. ad esempio Panetta F., 2023, "Everything everywhere all at once – responding to multiple global shocks" (Tutto dappertutto tutto in una volta – risposta a molteplici shock globali), intervento alla conferenza "La BCE e i suoi osservatori XXIII", Francoforte sul Meno, 22 marzo.

4

Bernanke B. e O. Blanchard, 2023, "Cosa ha causato l'inflazione dell'era pandemica negli Stati Uniti?", documento di lavoro 86 dell'Hutchins Center, giugno.

5

Gli shock hanno avuto un impatto particolarmente grave sull'Europa, importatrice netta della maggior parte delle materie prime, tra cui purtroppo anche il gas russo. Le bollette energetiche esorbitanti hanno anche lasciato le famiglie europee con molti meno soldi da spendere in altri beni e servizi rispetto alle loro controparti americane.

6

Come suggerisce questa sintesi approssimativa, e come ho notato in precedenti occasioni, **l'area dell'euro ha dovuto affrontare un'ondata di inflazione particolarmente "cattiva". Il tipo "buono" è trainato da una domanda interna vivace e da una crescita dei salari coerente con l'obiettivo;** la

politica monetaria dovrebbe alimentarla o mitigarla (a seconda del livello iniziale) fino al raggiungimento dell'obiettivo. **Il tipo "cattivo" riflette shock negativi dal lato dell'offerta che fanno aumentare i prezzi e deprimono l'attività economica**; la politica monetaria dovrebbe guardare oltre. **C'è anche un tipo "brutto" di inflazione guidato da un disancoraggio delle aspettative di inflazione**; la politica monetaria dovrebbe immediatamente eliminarlo. Cfr. Panetta F., 2021, "Patient monetary policy amid a rocky recovery", discorso pronunciato a Sciences Po, Parigi, 24 novembre.

7

Le voci acicliche e arretrate dei "ritardatari", che comprendono gli affitti e le assicurazioni, nonché i servizi forniti direttamente dal settore pubblico (sanità, istruzione, poste), hanno svolto un ruolo importante nell'aumentare l'inflazione negli ultimi 12 mesi (figura A1).

8

Poiché i servizi sono meno commerciabili delle merci, il divario può riflettere, ad esempio, un effetto Balassa-Samuelson. Secondo questa teoria, se la produttività cresce più velocemente nel settore dei beni commerciabili che in quello dei beni non commerciabili (ad esempio a causa della concorrenza internazionale), mentre i salari sono uguali tra i settori in equilibrio, allora il prezzo relativo dei beni scambiabili e dei beni non commerciabili divergerà e il settore non commerciabile sperimenterà un tasso di inflazione più elevato. La crescita della produttività è stata tradizionalmente più elevata nel settore dei beni, il che conferisce credibilità a questa interpretazione dei dati. Cfr. Balassa B., 1964, "The purchasing-power parity doctrine: a reappraisal", Journal of Political Economy, 72 (6) 584-596 e Samuelson P.A., 1964, "Theoretical notes on trade problems", Review of Economics and Statistics, 46 (2) 145-154.

9

Si consideri, ad esempio, il noto caso del settore del commercio al dettaglio in Germania. Si prevede che i salari aumenteranno in media di quasi il 7% nel 2024, ma i profitti sono aumentati di oltre il 40% dal 2019, passando da 110 a 155 miliardi di euro, creando una significativa capacità di assorbimento degli shock. A un livello più generale, i calcoli della Banca d'Italia mostrano che i ricarichi aggregati (definiti come il rapporto tra il valore della produzione e i costi variabili totali) sono ben al di sopra delle loro tendenze di lungo periodo in Germania, Francia e Italia (Figura A2).

10

Tra il 2013 e il 2019 il PIL dell'area dell'euro è cresciuto in media di 1,9 punti percentuali all'anno. La crescita debole potrebbe in parte riflettere i venti contrari provenienti dal mercato del credito: i costi di finanziamento delle banche rimangono onerosi, i tassi sui nuovi prestiti sono ancora molto elevati e la crescita dei prestiti continua a essere contenuta sia per le imprese che per le famiglie.

11

Panetta F., 2024, "Challenges for monetary policy transmission in a shifting landscape" (Sfide per la trasmissione della politica monetaria in un panorama mutevole), discorso pronunciato alla conferenza inaugurale della rete di ricerca sulle "Sfide per la trasmissione della politica monetaria in un mondo che cambia", Banca centrale europea, Francoforte sul Meno, 25 aprile.

12

Panetta F., 2024, "Il futuro dell'economia europea tra rischi geopolitici e frammentazione globale", Lectio Magistralis tenuta presso l'Università degli Studi Roma Tre, 23 aprile. Lagarde C., 2024, "Policymaking in a new risk environment" (Elaborazione delle politiche in un nuovo contesto di rischio), discorso alla 30a conferenza economica di Dubrovnik, Dubrovnik, 14 giugno. Reichlin L. e J. Zettelmeyer, 2024, "La Banca centrale europea deve adattarsi a un contesto di volatilità dell'inflazione", Bruegel Policy Brief, 12 giugno.