

Lo shock inflazionistico causato dal conflitto tra
Russia e Ucraina: effetti sull'economia italiana
e politiche di contrasto

Prof.ssa Roberta De Santis

RELATORE

Monica Pascali Matr. 253911

CANDIDATO

INDICE

Introduzione	3
CAPITOLO 1: Inflazione: una survey della letteratura	4
1.1 Principali teorie dell'inflazione	4
1.2 Costi e benefici dell'inflazione.....	10
1.3 Le principali politiche antinflazionistiche	14
CAPITOLO 2: Effetti dello shock inflazionistico causato dal conflitto	20
2.1 Effetti sull'economia mondiale: confronto tra Stati Uniti e area euro	20
2.1.1 Andamento del PIL durante il conflitto, un raffronto tra Stati Uniti e area euro	22
2.1.2 Implicazioni del conflitto sulla disoccupazione negli Stati Uniti e nell'area euro	24
2.1.3 L'inflazione negli Stati Uniti e nell'area euro	26
2.2 Effetti sull'economia italiana: un confronto con i principali partner dell'area euro (Francia, Germania e Spagna).....	29
2.2.1 Andamento del PIL dei quattro partner dell'area euro	30
2.2.2 La disoccupazione in Italia, Francia, Germania e Spagna	32
2.2.3 Lo shock inflazionistico nei principali partner dell'area euro	35
2.2.4 Il caso dell'Italia	39
CAPITOLO 3: Politiche di contrasto all'inflazione nel 2022-23	42
3.1 I provvedimenti adottati dalla BCE: il rialzo dei tassi di interesse	42
3.2 Politiche di contenimento dei prezzi dell'energia in Italia	50
3.3 Prospettive future.....	54
Conclusioni	62
Riferimenti bibliografici	64
Sitografia	65

Introduzione

L'invasione russa dell'Ucraina di fine febbraio 2022, inserendosi in un contesto già caratterizzato da strozzature nelle catene globali di fornitura di materie prime, in particolare energetiche, ha accelerato il *trend* al rialzo dei prezzi iniziato nell'autunno del 2021 con la ripresa economica post-pandemia da Covid-19.

Il presente lavoro, che intende esaminare le diverse caratteristiche del fenomeno inflattivo scaturito dall'esacerbarsi delle tensioni geoeconomiche tra Russia e Ucraina, è organizzato in tre capitoli.

Nel primo capitolo si rappresenta un quadro generale teorico dell'inflazione. Si illustra una rassegna delle varie teorie: da Keynes, Friedman, la teoria dell'inflazione spinta dai costi, fino ad arrivare a Lucas con l'esame delle aspettative. Si evidenziano, inoltre, i costi derivanti dall'inflazione (sia attesa che inattesa) e i benefici. Si esaminano poi le politiche antinflazionistiche per combattere il fenomeno, ponendo l'accento sulle diverse tipologie di inflazione e le relative possibili soluzioni adatte a ciascuna di esse.

Nel secondo capitolo, si studiano e analizzano gli effetti macroeconomici del conflitto. Dapprima si osservano quelli a livello globale, mettendo a confronto l'economia statunitense con quella dell'area euro. Nello specifico, per il raffronto, si utilizzano indicatori economici quali PIL, tasso di disoccupazione e tasso di inflazione dell'Italia nel confronto internazionale.

Infine, nel terzo capitolo, l'analisi si sposta sulle politiche economiche di contrasto all'inflazione. Come prima si inizia da un contesto più ampio, quello dell'area euro, esaminando la reazione della politica monetaria della Banca Centrale Europea, descrivendo dettagliatamente il meccanismo di trasmissione della politica monetaria e ponendo particolare enfasi sul ruolo delle aspettative. Successivamente, si discutono le disposizioni governative italiane sul contenimento dei prezzi dell'energia. Viene effettuato un riepilogo di tutti i decreti legislativi e, in generale, delle misure messe in atto, esponendo il piano aiuti. Per concludere si presentano le prospettive future riguardanti l'economia e la crescita e, nuovamente, si mette in risalto l'Europa, ponendo l'accento su Francia, Germania e Spagna, per poi concentrarsi sull'Italia e, terminando, a livello globale. Seguono le conclusioni.

CAPITOLO 1

Inflazione: una survey della letteratura

1.1 Principali teorie dell'inflazione

Nell'ambito delle economie di mercato, i prezzi dei beni e dei servizi possono subire delle variazioni, sia in aumento che in diminuzione, in qualsiasi momento.

L'incremento medio dei prezzi è calcolato assegnando un peso maggiore alle variazioni dei beni o servizi, quali l'energia elettrica ad esempio, per i quali i consumatori spendono di più.

Comunque, quando si misura l'inflazione si prendono in considerazione tutti i beni e servizi consumati dalle famiglie.

Tuttavia, questi nuclei hanno abitudini di spesa diversa. L'eterogeneità del "carrello" e delle loro preferenze riflette tale differenza, sia per quanto riguarda i generi di uso quotidiano (ad esempio alimentari, giornali, benzina) sia per i beni durevoli (abbigliamento, elettrodomestici, ecc.) che per i servizi (assicurazioni, affitti). Le categorie appena citate sono quelle rappresentate nel "paniere" per il calcolo dell'inflazione, anche se vengono presi in considerazione tutti i beni e i servizi consumati dalle famiglie.

Tra l'Ottocento e il Novecento si sono radicate numerose scuole di pensiero che hanno provato a definire le cause dell'inflazione.

La teoria formulata da J.M. Keynes¹, si basa sull'idea che l'inflazione sia generata da un eccesso della domanda aggregata sull'offerta globale in un contesto di piena occupazione. Secondo il suo pensiero, la domanda può aumentare indipendentemente dalla quantità di moneta immessa nel sistema economico. L'incremento della domanda è dovuto, infatti, all'aumento della velocità di circolazione della moneta che fornisce informazioni su quante volte, mediamente, una unità di moneta (ad esempio, un euro o una sterlina) cambia di mano in un dato periodo di tempo.

Keynes, nel 1940, introdusse l'espressione *inflationary gap* ("divario inflazionistico") per argomentare che se la domanda è superiore all'offerta, questo *gap* innesca il fenomeno di inflazione².

¹ John Maynard Keynes è considerato una delle figure fondamentali della scienza economica e il suo contributo in quest'ambito ha influenzato il pensiero su tale disciplina per tutto il Novecento. Si laureò al King's College di Cambridge in studi matematici e, solo successivamente grazie all'influenza di A. Marshall, si iniziò a dedicare a quelli economici.

² L'espressione è stata coniata dallo stesso Keynes nel saggio risalente al 1940, "*How to pay for the war*".

Contrariamente, la scuola monetarista (detta anche *scuola di Chicago*) il cui maggiore esponente è l'americano Milton Friedman³, si basa sulla convinzione che sia proprio un eccesso di quantità di moneta immessa nel sistema economico a generare l'inflazione. Friedman stesso sostiene infatti che *“L'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario nel senso che è e può soltanto esser prodotto da un aumento più rapido della quantità di moneta, rispetto la produzione”*.

L'affermazione appena riportata allude alla teoria quantitativa della moneta che si esplica nell'equazione dello scambio⁴:

$$M \times V = P \times Y$$

Nel breve periodo, la velocità di circolazione della moneta (V) e il livello di produzione (Y) risultano costanti. In questo modo l'aumento del livello dei prezzi (P) sarà generato esclusivamente da un aumento della quantità di moneta in circolazione (M), che è determinato dalla Banca centrale⁵.

Negli anni tra il 1960 e il 1970, venne formulata un'altra teoria dell'inflazione secondo la quale quest'ultima sarebbe spinta dai costi. Ciò si concretizza nel fatto che l'aumento dei prezzi da parte delle imprese è causato agli incrementi dei costi di produzione (quindi, ad esempio, dei salari e delle materie prime).

Tale aumento dei prezzi può generare una spirale inflazionistica facendo in modo che, successivamente all'incremento dei prezzi, segua un aumento dei salari, che fa accrescere ulteriormente i prezzi. In particolare, nel 1960, avvenne il fenomeno dell'inflazione salariale, concretizzandosi nella concessione di forti aumenti di prezzi da parte delle imprese. Di seguito, verso gli anni Settanta, invece, l'aumento dei prezzi internazionali delle materie prime, specificamente del

³ Milton Friedman, i cui contributi sono stati decisivi per lo sviluppo delle tendenze economiche più recenti in campo monetario, è considerato uno dei maggiori economisti del secolo. È stato professore di economia all'Università di Chicago e presidente dell'*American Economic Association*, vincendo il premio Nobel per l'economia nel 1976. Viene ricordato anche per essere uno dei principali esponenti del pensiero liberale e della corrispondente politica del *laissez-faire*, ritenendo molti interventi dello stato nell'economia più dannosi che utili e, quindi, favorendo il libero mercato.

⁴ Nonostante molti autori tra cui Bodin e Hume avessero rilevato già da tempo la relazione effettiva tra la quantità di moneta e il livello dei prezzi, il primo ad elaborarla formalmente nell'equazione dello scambio fu l'economista americano Irving Fisher, particolarmente noto per gli studi sul rapporto tra moneta e tasso di interesse. A Fisher si deve l'omonima equazione che prende il nome di “effetto di Fisher”, la quale mostra la relazione diretta esistente tra tasso di inflazione e tasso di interesse nominale: $i=r+\pi$, dove i è il tasso di interesse nominale, r è il tasso di interesse reale, e π è il tasso di inflazione.

⁵ La suddetta teoria è stata poi rivista dalla scuola di Cambridge, la quale ha alterato la formula, apportando delle modifiche e introducendo la relazione esistente tra la quantità di moneta e il reddito. Si ottiene quindi: $M=PKY$, dove K è la percentuale di reddito reale che gli operatori detengono in forma liquida e Y è il reddito reale. Si noti che nella cosiddetta “teoria monetaria della scuola di Cambridge” non appare la velocità di circolazione della moneta (V), bensì K , che in realtà può essere letto come il reciproco di V , rendendo formalmente identiche le due equazioni appena esposte. La quota del reddito monetario desiderato dagli individui sotto forma di liquidità non è necessariamente costante e, questo presupposto, pone le basi per il superamento della dottrina monetaria neoclassica per arrivare ad affermare la teoria della preferenza per la liquidità.

greggio e dei suoi derivati, diede origine al fenomeno dell'inflazione, con la conseguente crisi petrolifera.

Tuttavia, è stato rilevato che la domanda di liquidità tende ad espandersi per via dell'inflazione da costi. Perciò, nonostante venga messa in atto dalla lotta tra salari e profitti, può protrarsi per un lungo periodo di tempo solo se la autorità monetarie sono inclini a finanziarla. La circolazione monetaria crescerebbe in maniera indefinita e questo permetterebbe compravendite a livelli di prezzi sempre più elevati.

Da qui deriva la proposta di Friedman, meglio conosciuta come *k-rule*, di mantenere l'offerta di moneta entro una data percentuale, che deve essere costante ogni anno, a prescindere dai cicli economici. Infatti, secondo l'economista "*The stock of money should be increased at a fixed rate year-in and year-out without any variation in the rate of increase to meet cyclical needs*".⁶

In particolare, secondo Friedman, le scelte riguardanti la politica monetaria dovrebbero attenersi a una regola. È necessario legare la quantità di moneta da mettere in circolazione con l'attività reale e finanziaria, stabilendo un determinato obiettivo di inflazione. Operando in questo modo, una Banca centrale, fornirebbe all'economia solo la quantità di moneta necessaria e non se ne introdurrebbe mai troppa, evitando sia spinte inflazionistiche, che deflazionistiche.

Il concetto di inflazione trainata dai costi si ricollega alla teoria del costo pieno, la quale espone l'origine del prezzo di vendita di un bene economico una volta fissati i costi di produzione e il margine di profitto dell'impresa.

Questa teoria, non di matrice neoclassica, nacque ad Oxford negli anni Trenta quando fu condotta un'indagine interrogando con questionari le imprese. L'osservazione empirica evidenziò che i costi marginali (ossia quelli ottenuti da un piccolo o infinitesimo incremento di produzione) presentavano un lungo tratto orizzontale, contrariamente da quanto affermato dai neoclassici, secondo i quali i costi marginali seguivano un andamento scostante, decrescendo e poi aumentando.

Generalmente, un imprenditore decide il prezzo di vendita di un bene a partire dai costi unitari di produzione ai quali aggiunge un mark-up, ossia una percentuale fissa, a titolo di profitto. I costi unitari di produzione, detti anche costi primi o diretti, sono quelli che l'impresa deve pagare per produrre un'unità di merce e sono costituiti dal costo delle materie prime, semilavorati e dal costo diretto del lavoro, cioè la spesa in salari per unità di prodotto.

⁶ Citazione di Friedman risalente al 1960.

La teoria del costo pieno è utile a spiegare l'inflazione da costi dal momento che il prezzo viene determinato proprio in base al costo e, una volta fissato il prezzo, quest'ultimo non subisce mutamenti quando la domanda aumenta, a meno che non si incrementi oltre il livello della capacità produttiva.

Esaminando la situazione vigente in Inghilterra tra diciannovesimo e ventesimo secolo, l'economista inglese, A.W. Phillips⁷, ricollegandosi alla teoria dell'inflazione generata dai costi, formulò un suo pensiero. A partire da alcuni studi empirici risalenti al 1958, Phillips osservò che quando i salari crescevano lentamente, vi era un elevato numero di disoccupati, mentre quando la disoccupazione scendeva, i salari crescevano più rapidamente, con un conseguente aumento nei costi di produzione, che si rifletteva in prezzi di vendita dei prodotti finiti più alti.

Dunque, vi era una relazione inversa tra disoccupazione e inflazione, relazione rappresentata dalla cosiddetta "curva di Phillips"⁸. Avviene, in tal senso, un *trade-off*: quando il tasso di disoccupazione è basso, il tasso di inflazione è alto; viceversa, quando il tasso di disoccupazione è elevato, il tasso di inflazione è basso. Per questo motivo, il policy maker dovrebbe scegliere una combinazione di disoccupazione e inflazione che riesca a coniugare questi due aspetti, facendo variare la domanda aggregata, mediante l'adozione di opportune politiche economiche.

⁷ Alban William Phillips è stato un famoso economista neozelandese e docente presso la *London school of economics*, l'università di Londra e nella *Australian national University*.

⁸ La curva di Phillips è stata esposta nel noto saggio dell'autore "*The relation between unemployment and the rate of change of money wage rates in the United Kingdom, 1861-1957*" (in *Economica*, 1958).

Figura 1: Tabella riassuntiva delle principali teorie dell'inflazione

Teoria keynesiana	<ul style="list-style-type: none">• L'inflazione è provocata da un <u>eccesso di domanda aggregata</u> sull'offerta aggregata, in una situazione di piena occupazione, indipendentemente dalla quantità di moneta in circolazione.
Teoria monetaria	<ul style="list-style-type: none">• L'<u>aumento dell'offerta monetaria</u> genera inflazione.
Teoria dell'inflazione spinta dai costi	<ul style="list-style-type: none">• L'inflazione deriva da un <u>aumento dei costi di produzione</u> (ad es. <u>salari e materie prime</u>) ⇒ spirale inflazionistica.
Teoria di Phillips	<ul style="list-style-type: none">• Quando la <u>disoccupazione è bassa</u>, i salari crescono, i costi aumentano, si genera inflazione (collegamento alla teoria di inflazione da costi).

Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

In sintesi, la teoria keynesiana pone l'accento sull'inflazione derivante da domanda globale considerata sulle componenti dei consumi, investimenti e spesa pubblica e si differenzia dal modello classico, la teoria monetarista, che individua nella politica monetaria il motore del processo inflazionistico. La teoria di Phillips sostiene che una bassa disoccupazione genera inflazione anche perché i salari tendono a crescere, ricollegandosi alla teoria dell'inflazione trainata dai costi secondo la quale un aumento dei costi di produzione è in grado di generare una spirale inflazionistica.

Un aspetto che è stato sottovalutato nell'elaborazione delle teorie appena citate è il ruolo che assumono le aspettative nel momento in cui gli operatori economici si trovano di fronte a determinate decisioni.

Il primo a prendere in considerazione questo elemento è Robert Lucas⁹, esponente della *Nuova Macroeconomia Classica*, formulando una critica all'impostazione keynesiana ed anche a quella monetarista.

⁹ Robert Lucas è stato un economista statunitense che studiò all'Università di Chicago. Consegui il Premio Nobel per l'economia nel 1995.

In base a quanto sostenuto da questa scuola di pensiero, le aspettative dei soggetti risultano essere razionali¹⁰.

Lucas, nello specifico pone l'accento sul mutamento del comportamento da parte dei privati ai cambiamenti della politica economica, criticando il modello econometrico keynesiano, che pone le sue radici, al contrario, sull'assunto che i privati non modifichino i loro atteggiamenti in base alla politica economica vigente e, quindi, sottolineando la loro scarsa capacità di effettuare delle previsioni.

Inoltre, Lucas, proprio come Friedman, promuove la piena flessibilità dei prezzi e dei salari come strumenti fondamentali per garantire l'equilibrio macroeconomico.

Seguendo questa impostazione, Lucas, va oltre la teoria monetaria, sostenendo che la moneta e, quindi, la politica monetaria, sia neutrale sia nel lungo periodo che nel breve. Dalla medesima osservazione ne deriva che la curva di Phillips può essere esclusivamente verticale in quanto, grazie agli studi di Friedman e Phelps, si dimostra che non esiste relazione tra inflazione e disoccupazione nel lungo periodo.

Secondo Lucas, le curve di Phillips nelle concezioni dei keynesiani e dei monetaristi descrivono in maniera inesatta gli effetti sulle variabili reali derivanti da incrementi della quantità di moneta. Riprendendo la teoria del *Real Business Cycle* viene esposto che, di fatto, tali curve sottolineerebbero come le risposte efficienti dei privati ai cambiamenti delle opportunità produttive, le quali contribuiscono a definire i cicli economici, influenzano le variazioni dell'output e della disoccupazione generando effetti sulla quantità di moneta.

Negli ultimi anni del ventesimo secolo, a seguito delle teorie della Nuova Macroeconomia Classica, si inizia a prendere come modello di riferimento la scuola *neokeynesiana* per definire la direzione della politica monetaria della maggior parte delle banche centrali.

La detta scuola di pensiero, rielaborando alcuni insegnamenti degli studiosi della teoria keynesiana e modificando alcune ipotesi della critica di Lucas, prevede che la moneta sia neutrale nel lungo periodo e che le aspettative dei privati siano razionali. Comunque, si afferma la presenza nel breve periodo di effetti sull'output per via della politica monetaria e l'esistenza dei mercati imperfetti. Tutto ciò provoca la rigidità (nominale e reale) dei prezzi e dei salari, nondimeno fenomeni di concorrenza imperfetta. Quindi, le imprese fisseranno i prezzi prendendo come riferimento le aspettative sui costi marginali futuri.

¹⁰ *Rational expectations and economic practice* (in collaborazione con T. J. Sargent, 1981).

1.2 Costi e benefici dell'inflazione

L'affermazione secondo la quale l'inflazione riduce il benessere diminuendo il potere d'acquisto dei salari non risulta corretta se tutti i prezzi (compresi i salari) sono liberi di aggiustarsi. L'inflazione è, perciò, neutrale come un cambiamento di unità di misura proprio perché, secondo la teoria classica, il salario reale equivale alla produttività. Ne deriva che il benessere economico degli individui non dipende dal livello generale dei prezzi, bensì dai prezzi relativi.

L'inflazione comporta alcuni costi sociali sia che essa sia attesa, e quindi annunciata e anticipata, sia che sia inattesa e, quindi, non correttamente prevista.

Analizzando dapprima i costi dell'inflazione attesa, uno di questi, corrisponde alla distorsione che l'imposta di inflazione provoca sulla quantità di moneta detenuta dagli individui. Infatti, è bene ricordare che se aumenta l'inflazione, aumenta anche i (cioè il tasso di interesse nominale) e i saldi monetari reali si riducono. In questo modo gli individui detengono concretamente meno moneta. Quindi, per prelevare liquidità e soddisfare la loro domanda di moneta, devono recarsi in banca con grande frequenza. Tale scomodità è di fatto un costo, che viene metaforicamente definito come "costo del consumo delle soles" proprio perché, "incamminandosi" verso la banca più volte, si consumano maggiormente le soles delle scarpe.

Un altro costo dell'inflazione attesa è il costo di listino: se i prezzi, ossia i costi reali, cambiano, le imprese devono modificare ripetutamente il listino prezzi, o menù, dei propri prodotti. Variare i prezzi più volte potrebbe essere molto costoso perché si tradurrebbe in atti quali, ad esempio, ristampe, spedizioni di comunicazioni ai rappresentanti di vendita ecc.

La consapevolezza dei costi di listino fa in modo che le imprese non modifichino i prezzi continuante, ma solo sporadicamente. Perciò, tanto più elevata è l'inflazione, tanto più variabili sono i prezzi relativi. Questa variabilità dei prezzi relativi potrebbe comportare un'allocazione inefficiente delle risorse a livello microeconomico. Ne risultano prezzi relativi distorti, dal momento che le imprese cambiano questi ultimi a intervalli regolari, ma in modo asincrono. Si crea, pertanto, una situazione di confusione sul mercato. Oltre a ciò, non variano solo i prezzi relativi dei beni, ma mutano anche le scelte dei consumatori, i quali riallocano la spesa per l'acquisto di beni diversi.

L'inflazione attesa, inoltre, produce una distorsione dell'imposizione fiscale. Infatti, molte disposizioni del sistema tributario non tengono conto degli effetti dell'inflazione. Quest'ultima potrà alterare il carico fiscale degli individui in modi che possono contrastare con le intenzioni del legislatore.

A causa dell'inflazione gli individui dovranno sostenere costi di programmazione e psicologici. In particolare, questo aspetto riguarda i cambiamenti continui delle unità di misura, fattore che rende difficile il confronto di valori in periodi diversi. Le imprese vanno incontro anche a un ulteriore costo derivante dal rischio di subire una perdita dovuta al mancato recupero della stessa sui prezzi di vendita quando i prezzi non vengono immediatamente adeguati e l'inflazione è in crescita. Per altro, il cambiamento del livello generale dei prezzi complica, ad esempio, la pianificazione finanziaria personale e le scelte di allocazione di un individuo tra consumo e risparmio.

Per gli operatori economici risulta scomodo vivere in un mondo in cui i prezzi variano continuamente. Essendo la moneta l'unico riferimento che le persone utilizzano per misurare le transazioni economiche, in presenza di inflazione, questa unità cambia continuamente.

L'inflazione inattesa, d'altra parte, ha un effetto che può danneggiare notevolmente gli individui rispetto a quello provocato da un'inflazione attesa e costante.

L'inflazione inattesa tende a ridistribuire la ricchezza (e quindi il reddito) in modo arbitrario tra gli individui. I contratti a lungo termine, di solito, fanno riferimento ad un tasso di interesse nominale che incorpora l'inflazione attesa nel momento della stipula. Nel momento in cui l'inflazione varia in modo inatteso, il tasso di interesse reale ex-post che il debitore andrà a pagare al creditore sarà molto diverso dal tasso di interesse reale ex-ante. Qualora l'inflazione effettiva fosse più alta di quella attesa, il debitore percepirà un guadagno in quanto il prestito rimborsato avrà un valore più basso di quello atteso. Invece, nel caso in cui l'inflazione effettiva fosse più bassa di quella attesa a guadagnare sarà il creditore, perché le rate di rimborso avranno un valore reale superiore rispetto a quello previsto.

L'inflazione inattesa provoca una redistribuzione del potere d'acquisto. In particolare, questo costo è valido per i contratti non indicizzati. Viene evidenziato che se l'inflazione effettiva risulta diversa rispetto all'attesa ci sarà chi percepirà un guadagno e chi, contrariamente, ci rimetterà. Se l'inflazione effettiva è maggiore di quella attesa, il reddito reale è trasferito dai creditori ai debitori. Invece, se l'inflazione effettiva è inferiore a quella attesa, il reddito reale è trasferito dai debitori ai creditori.

L'inflazione inattesa, inoltre, danneggia i percettori di un reddito fisso, come ad esempio, la maggior parte dei pensionati. Il valore della pensione è stabilito, infatti, in termini nominali quando il lavoratore, raggiunta una certa età, termina il periodo di occupazione. Considerato che la pensione è un reddito differito, il lavoratore offre sostanzialmente al suo datore di lavoro, o al sistema previdenziale nazionale, un prestito perché nel momento in cui il suo lavoro è svolto non viene pagato interamente, bensì una parte gli verrà corrisposta una volta raggiunta l'età pensionabile. Proprio come

tutti i creditori, il pensionato, è lesa da un'inflazione più elevata del previsto. Invece, le aziende o il sistema pensionistico, come tutti i debitori, sono danneggiati da un'inflazione più bassa del previsto. Quanto più la variabilità del tasso di inflazione è alta, tanto maggiore risulta l'incertezza che i debitori e i creditori si troveranno ad affrontare. Visto che, generalmente, la maggior parte degli individui è avversa al rischio, l'imprevedibilità che si origina da un'inflazione fortemente variabile, nuoce tutti. Innanzitutto, rende le scelte economiche più difficili.

Oltre a questo aspetto, risultano più frequenti le ridistribuzioni tra agenti diversi. Sopraggiungono, per altro, sia costi di indicizzazione dei contratti, che la riduzione delle rendite precedentemente menzionate, come ad esempio il caso dei pensionati.

Figura 2: costi e benefici dell'inflazione

Costi	Benefici
<ul style="list-style-type: none"> • (I) Costo delle suole • (I) Costo di listino • (I) Variabilità dei prezzi relativi • (I) Distorsione imposizione fiscale • (I) Costi di programmazione e psicologici • (I) Scomodità di vivere in un mondo con continue variazioni dei prezzi • (II) Ridistribuzione arbitraria della ricchezza e del potere d'acquisto • (II) Danneggiamento dei percettori di un reddito fisso (pensionati) • (II) Aumento del grado di incertezza • Illusione monetaria: operatori economici sono indotti a prendere decisioni sbagliate 	<ul style="list-style-type: none"> • Ricavi derivanti dal signoraggio • Politica monetaria espansiva con tassi reali negativi, utile per rilanciare investimenti in caso di crisi • Pagamento dei debiti pubblici (in termini nominali e non reali) meno costoso per lo Stato • Illusione monetaria: rende gli aggiustamenti in presenza di rigidità più facili • "Lubrificante" per il mercato del lavoro

con (I) si intendono tutti i costi derivanti dall'inflazione attesa, con (II) invece i costi dell'inflazione inattesa.

Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

In base alle considerazioni appena fatte e, quindi, all'elenco di costi correlati all'inflazione, si potrebbe pensare che l'ideale per i responsabili della politica monetaria sia il perseguimento di un obiettivo di tasso di inflazione nullo.

Alcuni economisti sostengono invece, che un'inflazione moderata possa portare alcuni benefici. Le argomentazioni a favore di un'inflazione moderata partono dall'osservazione empirica che i salari

nominali vengono abbassati soltanto di rado. Questo porta alla conclusione che il mercato del lavoro funzionerebbe bene con un modesto livello di inflazione. Infatti, l'offerta e la domanda di diversi tipi di lavoro cambiano frequentemente e può capitare che una diminuzione della domanda o un aumento dell'offerta provochino una flessione del salario reale di equilibrio per un certo gruppo di lavoratori. Nel caso in cui il salario nominale non possa essere ridotto contrattualmente, la decurtazione del salario reale può avvenire lasciando che l'inflazione intervenga automaticamente. In assenza di inflazione si genererebbe un aumento della disoccupazione, poiché il salario reale resterebbe bloccato al di sopra del livello di equilibrio.

Il salario reale, cioè la remunerazione del lavoro misurata in unità di prodotto, si ottiene dal rapporto tra il salario, W e il prezzo del prodotto, P , ossia: $\frac{W}{P}$ = salario reale.

Se aumenta P , che si trova a denominatore, matematicamente parlando, il salario reale diminuisce.

Per i fenomeni di illusione monetaria o per i processi imitativi, i lavoratori accettano più facilmente tagli nei salari reali piuttosto che in quelli nominali. Questo decremento del salario reale porterà le imprese ad ingaggiare più personale e, conseguentemente, a ridurre la disoccupazione.

Per questa ragione molti economisti reputano l'inflazione al pari di un "lubrificante" per gli ingranaggi del mercato del lavoro.

Affinché questa funzione sia assolta è sufficiente un tasso di inflazione del 2% in modo che i salari reali possano diminuire del 2% all'anno, o alternativamente, del 20% in un decennio, senza modificare i salari nominali. Una riduzione di tale portata del salario reale è resa possibile attraverso la presenza dell'inflazione.

Per questa ragione, l'inflazione rende più facili gli aggiustamenti in presenza di rigidità. Infatti, gli aggiustamenti successivi agli shock richiedono flessibilità di salari e di prezzi, ma in presenza di rigidità nominali, un'inflazione positiva consente di ottenere in ogni caso una flessibilità reale.

In questo contesto l'illusione monetaria, cioè il fatto che le persone nel prendere le loro decisioni tengano conto delle grandezze monetarie piuttosto che di quelle reali, è un'arma a doppio taglio: da un lato si tratta di un costo in quanto, in presenza di un'inflazione elevata, le persone e le imprese sono indotte a prendere decisioni sbagliate; dall'altro, è un elemento positivo perché i lavoratori, come accennato sopra, accettano più facilmente tagli nei salari reali piuttosto che in quelli nominali.

Un altro beneficio di un'inflazione bassa, ma non nulla, è l'adozione di una politica monetaria espansiva con tassi di interesse reali negativi. Mentre i tassi d'interesse nominali (i) sono positivi, quelli reali ($r=i-\pi$) possono essere negativi se l'inflazione è positiva ($\pi>0$) e allo stesso tempo i tassi

nominali possono essere molto bassi ($i < \pi$). Qualora si presentino periodi di depressione, ciò può risultare utile per rilanciare gli investimenti.

Un ulteriore beneficio dell'inflazione è il ricavo ottenuto attraverso l'emissione di moneta: il signoraggio. Tale termine deriva dalla parola "signore feudale", poiché nell'Europa medioevale spettava solo al signore il diritto di battere moneta nel suo feudo, diritto che oggi spetta esclusivamente allo Stato e che costituisce una sua fonte di rendita.

Nel momento in cui un governo batte moneta per finanziare la spesa pubblica, aumenta l'offerta di moneta sicché si genera inflazione. Battere moneta con lo scopo di incrementare le entrate pubbliche equivale a imporre un'imposta di inflazione. Infatti, un aumento dell'offerta di moneta genera un aumento dei prezzi che, a sua volta, fa diminuire il valore reale delle banconote detenute. In generale, i governi possono avere interesse a produrre inflazione perché quest'ultima rende meno costoso ripagare i debiti pubblici, definiti in termini nominali e non reali. Il signoraggio, quindi, può essere equiparato a una tassa dal momento che trasferisce risorse dalle famiglie allo Stato. Si tratta di una vera e propria imposta di inflazione perché riduce il potere d'acquisto (e, quindi, la ricchezza reale) di tutti coloro che detengono moneta. Le entrate derivanti dal battere moneta, tuttavia, variano considerevolmente da paese a paese.

1.3 Le principali politiche antinflazionistiche

La politica monetaria e la politica fiscale, congiuntamente, possono avere effetti notevoli sulla domanda aggregata e, di conseguenza, anche sull'inflazione e sulla disoccupazione. Per questa ragione bisogna tenere d'occhio le conseguenze di eventuali cambiamenti della politica monetaria e fiscale sugli elementi appena citati.

Nonostante i governi dei paesi industrializzati avanzati utilizzino da tempo strumenti di politica monetaria e politica fiscale, l'idea di adottare questi mezzi per consolidare l'economia risale al secondo dopoguerra, successivamente allo scoppio della Grande depressione e alle ripercussioni politiche derivanti da questo evento. Subito dopo questi avvenimenti, molte persone credevano che, qualora il governo non fosse stato attivo nell'economia, accadimenti come quelli menzionati precedentemente avrebbero potuto presentarsi periodicamente.

La crisi finanziaria propagandatasi in Europa a partire dal 2008 ha evidenziato ancor di più come il ruolo dei governi e dei responsabili delle politiche economiche fosse di fondamentale importanza per prevenire queste turbolenze economiche, sottolineando il modo in cui bisognerebbe agire per ridurre al massimo le conseguenze delle recessioni e favorire il processo di ripresa economica.

Il ruolo attivo della politica economica è supportato da molti economisti. Infatti, essendo le recessioni periodi di alta disoccupazione, bassi redditi e ristrettezze economiche, l'unico modo per stabilizzare l'economia è utilizzare come strumenti la politica monetaria e quella fiscale al fine di ridurre gli shock della domanda e dell'offerta aggregata. Ma comunque non bisogna generalizzare, poiché vi sono economisti che caldeggiavano l'idea che il governo debba avere un approccio distaccato alla politica macroeconomica.

Sebbene le politiche economiche siano uno strumento molto efficace, i responsabili devono tenere conto dei tempi di reazione, spesso difficili, ritardati e imprevedibili. In particolare, esistono due tipi di ritardo: il ritardo interno, che è il tempo che trascorre tra lo shock economico e l'intervento correttivo; il ritardo esterno, ossia il tempo che si frappone tra l'attivazione del provvedimento e il momento in cui questo ha effetto sull'economia.

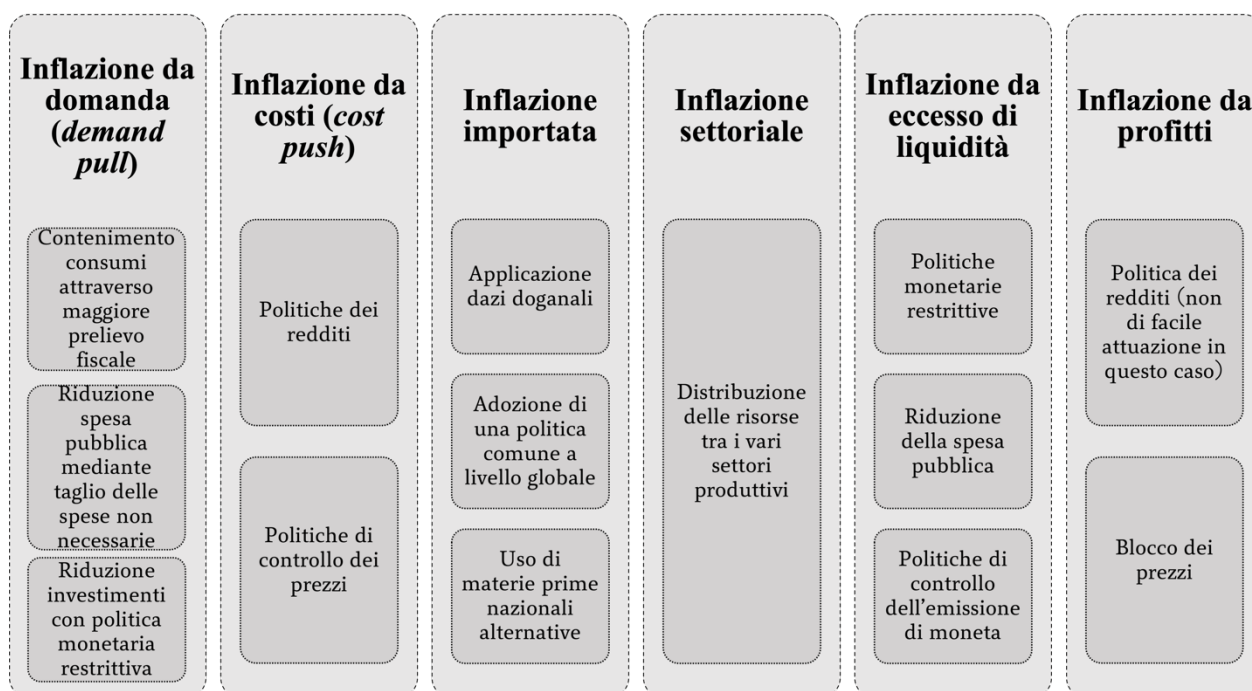
Le politiche antinflazionistiche sono i provvedimenti di politica economica messi in atto dallo Stato al fine di contrastare l'inflazione.

A seconda del tipo di inflazione vengono adottati diversi rimedi per frenare il fenomeno.

Per contrastare l'inflazione da domanda, *demand pull*, cioè quella derivante da un eccesso di domanda di beni e servizi in rapporto alla relativa offerta, è necessario adottare delle politiche che vadano ad impattare proprio su questo aspetto, riducendo l'eccesso di domanda globale relativamente all'offerta globale. Dal momento che la domanda è costituita da varie componenti, tra cui consumi, spesa pubblica e investimenti, bisognerà agire su questi fattori. Il contenimento dei consumi può essere raggiunto applicando un maggiore prelievo fiscale volto a ridurre il reddito disponibile delle famiglie. La diminuzione della spesa pubblica può essere attuata attraverso un abbattimento di tutte le spese reputate superflue o non necessarie. La riduzione degli investimenti, invece, può essere ottenuta con l'adozione di una politica monetaria restrittiva che abbatta il credito e scoraggia gli investimenti.

L'inflazione da costi, *cost push*, è scatenata da fattori quali, ad esempio, la crescita esogena dei salari, l'aumento dei prezzi delle materie prime (se si tratta di quelle importate ci si riferisce all'inflazione importata, suscettibile anche all'andamento del tasso di cambio), la dinamica degli oneri finanziari e dei margini di profitto delle imprese, l'evoluzione dell'imposizione fiscale.

Figura 3: Principali tipi di inflazione e relativi provvedimenti



Fonte: elaborazione dell'autrice su fonti varie

Tra le politiche per combattere l'inflazione guidata dai costi è annoverata la politica dei redditi. Quest'ultima ha uno scopo prettamente antinflazionistico, o disinflazionistico, ossia ha il fine di preservare la stabilità monetaria oppure di inibire, in caso di inflazione già iniziata, la crescita dei prezzi, al contrario delle politiche di controllo della domanda aggregata che hanno come principale funzione quella di stabilizzare il reddito (Y). Trovando il totale sostegno da parte dei keynesiani, la politica dei redditi, opera attraverso il controllo della crescita dei salari e dei profitti, ossia i redditi monetari dei fattori produttivi. Una politica dei redditi efficace contribuisce al miglioramento del *trade-off* tra inflazione e disoccupazione, generando lo spostamento della precedentemente menzionata curva di Phillips verso il basso.

L'ideale per la dinamica salariale è che i salari aumentino ad un tasso inferiore a quello della produttività del lavoro, con il fine di non contribuire ad accrescere l'inflazione.

Questa politica disinflazionistica appena esposta ha, però, dei limiti.

In un'economia di mercato, sia il controllo dei salari, che quello dei prezzi (attraverso il quale si dominano indirettamente i profitti) non è di facile attuazione. Per altro, attraverso questa politica, la struttura dei prezzi relativi potrebbe subire un irrigidimento.

Oltre a ciò, è bene sottolineare che politiche dei redditi “dirigistiche” oppure i controlli generalizzati dei prezzi (come è avvenuto, ad esempio, dopo gli shock petroliferi), non hanno avuto un grande successo in passato.

La conservazione dell’esistente distribuzione del reddito, inoltre, non risulta essere una soluzione sempre attuabile considerando che, spesso, l’inflazione è il prodotto di disaccordi tra le parti sociali. Esistono diversi tipi di politica dei redditi. Le forme incentivanti di politica dei redditi, che si servono di diversi strumenti fiscali (come la *tax-based incomes policy* individuata nel periodo post-keynesiano), sono considerati metodi maggiormente ammissibili rispetto a quello “dirigistico”, ossia la fissazione centralizzata dei salari.

Al contrario, l’approccio istituzionale, è quello peculiare dell’opzione “neocorporativa”, della politica di concentrazione nonché degli accordi “triangolari” tra il Governo e le parti sociali.

Nei paesi che detengono una tradizione neocorporativa, come ad esempio i paesi scandinavi oppure anche la Germania, risulta di fondamentale importanza il ruolo assunto dagli accordi tra governo e parti sociali. I lavoratori impegnandosi a contenere la dinamica salariale e i datori di lavoro garantendo la stabilità dei prezzi di vendita, incentivano il governo a fornire una soluzione cooperativa, mediante agevolazioni fiscali e previdenziali. L’esperienza italiana ha visto diversi accordi triangolari tra le parti sociali come ad esempio il governo Ciampi che, nel 1993, riuscì a convincere le parti sociali a porre fine alla scala mobile. Infatti, in passato, i salari erano indicizzati ai prezzi e ciò comportava che la loro crescita fosse in parte definita automaticamente dal tasso d’inflazione riferito al periodo precedente. Grazie a questo governo avvenne anche la riforma, sia normativa che economica, del sistema di contrattazione. Per tutto il resto degli anni ’90 gli effetti dell’accordo sulla riduzione dell’inflazione si protrassero mostrando buoni risultati.

È poi avvenuta recentemente una modifica del “modello di contrattazione salariale” che ha visto l’affidamento di un ruolo più rilevante per quanto concerne la contrattazione decentrata.

Se per i keynesiani, la politica dei redditi è considerata lo strumento più efficiente per la riduzione dell’inflazione, per i monetaristi, d’altro canto, occorre mettere in atto la disinflazione diminuendo la crescita monetaria.

Secondo i fautori di questa teoria, la politica dei redditi non solo non è facilmente gestibile, ma tende a distogliere dalle vere cause dell’inflazione che risiedono nella crescita monetaria. Nel medio periodo, la riduzione della crescita monetaria genera una riduzione del tasso d’inflazione. Nel breve periodo, si presentano effetti reali, ossia un forte aumento del tasso di disoccupazione con uno shock monetario forte (la cosiddetta “doccia fredda”), oppure un aumento in misura minore del tasso di

disoccupazione con una concentrazione graduale dell'offerta di moneta. In questo secondo caso il ritorno a valori normali successivamente all'inflazione sarebbe più lento e, al contempo, meno costoso, per via del progressivo aggiustamento del settore privato dell'economia.

L'inflazione importata è un caso specifico di inflazione da costi e si verifica quando si ha un aumento del costo delle materie prime che un paese importa dall'estero. La tipologia di inflazione appena citata si verifica specialmente nei paesi industrializzati che tendono a fare molto affidamento sul resto del mondo.

L'inflazione importata può essere combattuta andando ad impattare sulle importazioni di beni non strettamente necessari attraverso l'apposizione di dazi doganali, in modo da rendere meno conveniente il loro acquisto. Però, questa scelta si ripercuoterebbe sulle esportazioni del paese che ha adottato il provvedimento restrittivo.

Un altro possibile rimedio potrebbe essere quello di applicare una politica comune a livello mondiale verso tutti quei paesi produttori di materie prime, oppure l'utilizzo di materie prime nazionali alternative, da sostituire a quelle importate.

L'inflazione settoriale, che si verifica quando la domanda si sposta da un settore all'altro a seguito, ad esempio, di un cambiamento dei gusti dei consumatori, può essere risolta mediante una distribuzione più efficiente delle risorse tra i vari settori produttivi.

Per contrastare l'inflazione provocata da un'eccessiva quantità di moneta in circolazione e, quindi, derivante da un eccesso di liquidità, possono essere adottate politiche monetarie restrittive. Questo tipo di politica viene effettuata dalla Banca centrale che riduce la base monetaria, vendendo titoli di Stato al pubblico mediante l'attuazione di operazioni di mercato aperto, oppure aumentando il tasso di sconto di rifinanziamento delle banche o, alternativamente, aumentando il coefficiente di riserva obbligatoria delle banche. La politica monetaria restrittiva può essere studiata mediante il modello IS-LM¹¹, che evidenzia la relazione tra reddito e tasso di interesse di equilibrio per il mercato dei beni (curva IS) e quella tra reddito e tasso di interesse di equilibrio per il mercato della moneta (curva LM)¹².

¹¹ Il modello IS-LM è un utile strumento per studiare i cambiamenti nell'equilibrio macroeconomico in base agli effetti dei mutamenti nella politica fiscale e in quella monetaria. Il modello nasce nel 1937 da una formalizzazione della teoria keynesiana effettuata da John Richard Hicks, il quale riuscì a conciliare in un unico grafico sia gli aspetti reali che quelli monetari. Questo schema è stato poi criticato dall'autore stesso nel 1981 per via della scarsa attinenza ai dati macroeconomici, ma, nonostante ciò, continua ad essere un punto di riferimento per l'insegnamento della disciplina.

¹² Nel modello la curva IS assume un'inclinazione negativa, mentre la curva LM un'inclinazione positiva.

In particolare, la curva LM si sposterà verso sinistra a seguito della riduzione dell'offerta di moneta. A parità di condizioni (*ceteris paribus*) si crea una condizione di eccesso di domanda di moneta generata dalla restrizione monetaria. Per cui, gli operatori economici si vedono costretti a vendere i propri titoli presenti in portafoglio al fine di ottenere scorte monetarie aggiuntive. Avviene, in questo modo, sia la riduzione del prezzo dei titoli che l'incremento del tasso di interesse derivanti dalla vendita dei titoli. Il processo di aggiustamento dinamico, oltre a tutti gli effetti appena citati, definisce per di più una riduzione del reddito. Pertanto, la nuova condizione di equilibrio determinerà un livello inferiore del reddito e un livello superiore del tasso di interesse e, quindi rispettivamente, una riduzione del reddito e l'aumento del tasso di interesse. Il decremento della quantità di moneta circolante, del reddito e l'incremento del tasso di interesse, abbattano la domanda dei beni e dei servizi e allo stesso tempo favoriscono un rallentamento della crescita dei prezzi del mercato, a parità di offerta di beni/servizi.

Un altro metodo per contrastare l'inflazione derivante da un'eccessiva quantità di moneta in circolazione è la riduzione della spesa pubblica oppure l'adozione di politiche di controllo dell'emissione di moneta.

Nel caso di inflazione da profitti, si adottano le stesse politiche dell'inflazione da costi, quindi le politiche dei redditi (anche se non risulterebbe pienamente efficace) e le politiche di blocco dei prezzi.

CAPITOLO 2

Effetti dello shock inflazionistico causato dal conflitto

2.1 Effetti sull'economia mondiale: confronto tra Stati Uniti e area euro

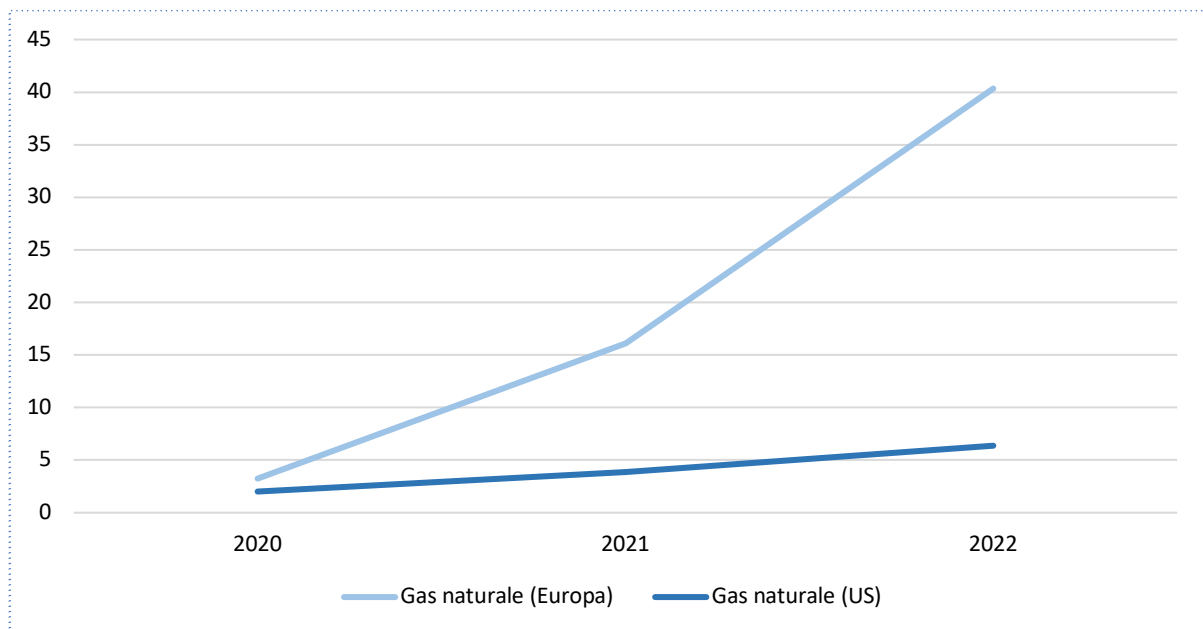
La crisi tra Russia e Ucraina, già iniziata a partire dal 2014, nonostante i diversi tentativi diplomatici, è sfociata il 24 febbraio 2022 in un'invasione da parte delle truppe di Mosca del Donbass¹³. Il conflitto sta generando numerose vittime, feriti, forte disagio psicologico, sfollamento: si tratta della più grande crisi europea dalla Seconda guerra mondiale.

Nonostante la prima conseguenza di un qualsiasi conflitto non possa che essere quella sulle vite dei cittadini attaccati, venendosi a creare una vera e propria emergenza umanitaria, gli effetti a livello economico non possono affatto essere ignorati.

Per quanto i mercati dell'energia abbiano subito un irrigidimento nel 2021 a causa di molteplici fattori (tra cui la straordinaria e rapida ripresa economica post-pandemia), la situazione è degenerata un anno dopo per via della guerra. Si parla di una vera e propria crisi energetica globale.

Il prezzo del gas naturale è salito a livelli record e, simmetricamente, è avvenuto per il prezzo dell'elettricità in determinati mercati.

Figura 4: prezzo annuale medio del gas naturale dal 2020 al 2022



Fonte: World Bank Commodities Price Data, The Pink Sheet

¹³ Il Donbass è una regione dell'Ucraina.

Anche i prezzi del petrolio hanno seguito lo stesso *trend* raggiungendo livelli massimi mai registrati dal 2008 a oggi.

Tabella 1: medie trimestrali del petrolio Brent

Brent (\$/bbl)				
Medie Trimestrali				
ott-dic	gen-mar	apr-giu	lug-set	ott-dic
2021	2022	2022	2022	2022
79,6	99,0	112,7	99,2	88,4

Fonte: World Bank Commodities Price Data, The Pink Sheet

L'attuale crisi energetica presenta alcuni parallelismi con lo shock petrolifero degli anni '70, ma a differenza di quella passata, che si limita esclusivamente all'aumento del prezzo del petrolio, quella odierna coinvolge tutti i combustibili fossili.

Un altro aspetto importante che rende l'impatto della crisi attuale notevolmente amplificato è l'interconnessione tra le varie economie a livello globale, cosa totalmente assente 50 anni fa.

Ad esempio, il prezzo annuale del gas naturale in Europa, già nel 2021, ha riscontrato un notevole aumento, per poi raggiungere livelli elevatissimi nel 2022, a differenza degli Stati Uniti in cui tale incremento è stato più moderato, per via del minore impatto delle conseguenze della guerra.

Lo shock inflazionistico non compromette esclusivamente il settore energetico, ma anche quello agroalimentare.

L'aumento più consistente in questi termini è riscontrabile nel mais poiché, a causa del conflitto, è avvenuta la sospensione delle spedizioni commerciali in partenza dai porti ucraini del Mar Nero verso il resto del mondo. L'incremento è stato notevole anche perché l'Ucraina e la stessa Russia sono tra i maggiori esportatori di queste materie prime, essendo responsabili di circa un terzo del commercio globale.

Tabella 2: prezzi medi annuali di alcune commodities

COMMODITY	2020	2021	2022
Gas naturale, Europa (\$/mmbtu)	3,24	16,12	40,34
Gas naturale, Stati Uniti (\$/mmbtu)	2,01	3,85	6,37
Petrolio Brent (\$/bbl)	42,3	70,4	99,8
Grano, Stati Uniti, HRW	231,6	315,2	430,0
Grano, Stati Uniti, SRW	227,7	281,7	381,9

Fonte: World Bank Commodities Price Data, The Pink Sheet

A partire da prima dello scoppio del conflitto c'era già evidenza di un aumento progressivo del costo dell'energia e strozzature nell'offerta di materie prime e prodotti intermedi, che non consentivano alle imprese di stare al passo con la rapida e non prevista ripresa della domanda.

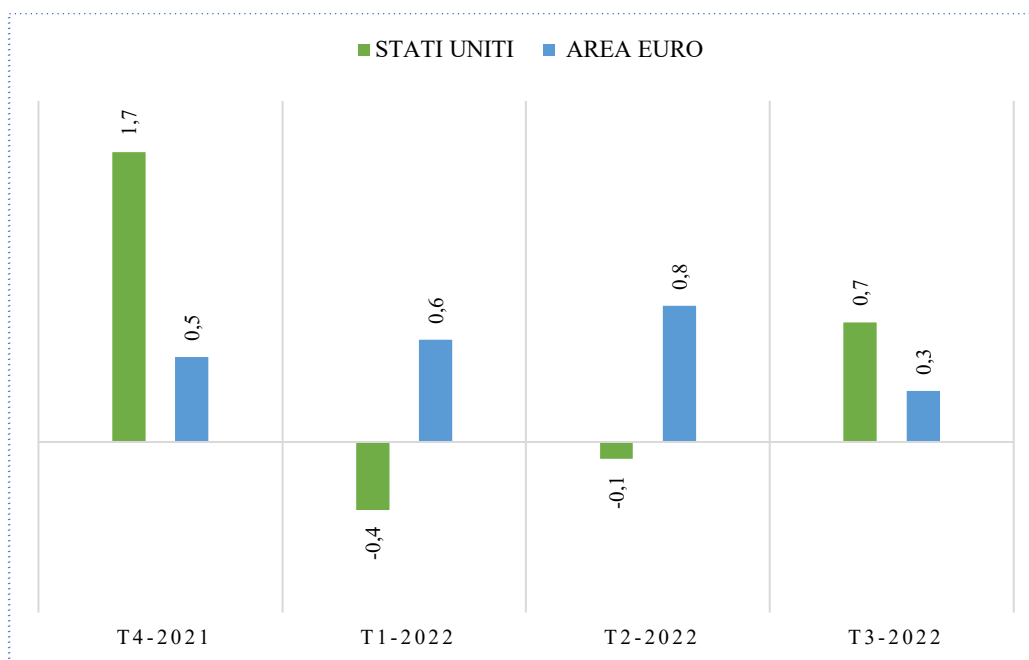
Un'analisi approfondita dei principali indicatori macroeconomici e statistici permette di effettuare un confronto tra Stati Uniti e area euro e di spiegare come, nonostante l'inflazione nelle due zone abbia seguito dinamiche simili, la politica monetaria si sia normalizzata con velocità e tempi diversi.

2.1.1 Andamento del PIL durante il conflitto, un raffronto tra Stati Uniti e area euro

Comparando il PIL¹⁴ destagionalizzato delle due aree sopra citate nell'ultimo trimestre del 2021, ossia poco prima dello scoppio del conflitto, appare negli Stati Uniti un aumento dell'1,7% al fronte di una crescita meno accentuata nell'area Euro (pari allo 0,5%).

¹⁴ Il Prodotto Interno Lordo (PIL) costituisce l'output finale dell'attività produttiva dei residenti di un Paese in un periodo di tempo determinato. Per "prodotto" si intendono i beni e i servizi considerati nel processo di scambio. La nozione "interno" si riferisce al fatto che le attività economiche si tengono all'interno del Paese, venendo esclusi, quindi, i beni e i servizi esteri. Il termine "lordo" sta ad indicare che la produzione è al lordo degli ammortamenti. Se ne deduce, che sottraendo quest'ultima componente dal PIL si ottiene il PIN (Prodotto Interno Netto).

Figura 5: tasso di crescita del PIL in volume basato su dati destagionalizzati



Fonte: Eurostat¹⁵

L'analisi di questo indicatore e, quindi, la destagionalizzazione è importante poiché consente di appurare l'effettiva variazione della ricchezza economica in un paese nel corso degli anni, depurando i dati della serie storica dalle fluttuazioni di carattere stagionale, che non consentono di cogliere correttamente l'evoluzione dei fenomeni presi in considerazione.

Nel primo trimestre del 2022 la situazione è sostanzialmente mutata in quanto l'area euro ha continuato ad assistere a un rialzo del PIL quasi costante con un aumento dello 0,6%, mentre negli Stati Uniti è avvenuta una riduzione di quest'ultimo di 0,4 punti percentuali.

Questa contrazione del PIL statunitense è continuata nel secondo trimestre anche se a un ritmo meno pronunciato e più moderato rispetto al precedente (-0,1%).

Questo evidenzia che gli Stati Uniti hanno affrontato una recessione tecnica. Nonostante il *National Bureau of Economic Research*¹⁶ definisca la recessione come “un calo significativo dell'attività economica diffuso in tutta l'economia, che dura più di qualche mese, normalmente

¹⁵ L'Eurostat, l'ufficio statistico dell'Unione europea, è una direzione generale della Commissione europea e il suo scopo è quello di fornire statistiche e dati di alta qualità, raccogliendoli da tutti gli Stati membri, con il fine di incentivare l'armonizzazione delle metodologie statistiche degli stessi.

¹⁶ Il National Bureau of Economic Research (NBER) è un'organizzazione statunitense privata no-profit che effettua ricerche economiche e finanziarie. Con il passar del tempo si è ufficialmente dichiarato una fonte autorevole per definire le recessioni economiche degli Stati Uniti.

visibile nella produzione, nell'occupazione, nel reddito reale e in altri indicatori”, le vendite al dettaglio assieme alla produzione industriale si sono manifestate forti.

Lo scenario è comunque caratterizzato dagli shock energetici e dai traumi della catena di approvvigionamento, accompagnati dalla decisione da parte della Federal Reserve¹⁷ di incrementare i tassi di interesse per contenere l'inflazione.

Tutte queste circostanze hanno fatto peggiorare la fiducia delle imprese e dei consumatori, alimentando il rischio di recessione.

Per quanto concerne l'area euro, il PIL è continuato ad espandersi a un ritmo sempre moderato, anche se è risultata più vigorosa rispetto al previsto grazie all'attività nel settore dei servizi generato dalla riapertura dell'economia e dalle misure di sostegno adottate dai governi.

Tuttavia, la crisi energetica in atto, gli alti tassi di inflazione, il rallentamento a livello mondiale, l'inasprimento delle condizioni di finanziamento assieme all'elevata incertezza hanno messo un freno e decelerato il PIL nel terzo trimestre del 2022, con una crescita dello 0,3% al fronte dello 0,8% del precedente.

Gli Stati Uniti, invece, risultano resilienti con un rialzo del PIL dello 0,7% grazie alla decisione della FED e alle sue future mosse che preannunciano un rilassamento dei rialzi del costo del denaro.

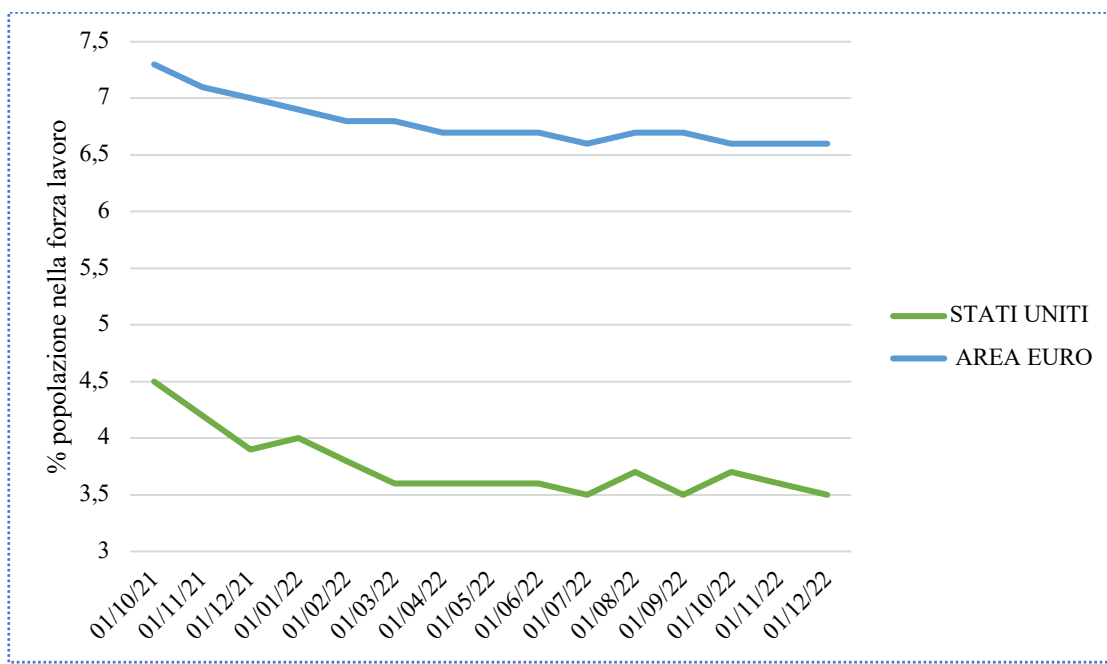
2.1.2 Implicazioni del conflitto sulla disoccupazione negli Stati Uniti e nell'area euro

Il tasso di disoccupazione¹⁸ è un altro indicatore da prendere in considerazione per confrontare le performance dei diversi paesi in quanto, secondo un'analisi dell'Eurostat, avrebbe un andamento legato al volume dei rendimenti di un'economia, anche se bisogna considerare ulteriori fattori, quali ad esempio le regolamentazioni particolari del mercato del lavoro e i cambiamenti di natura demografica.

¹⁷ Il Federal Reserve System, meglio noto come Federal Reserve e in termini informali come FED, è la banca centrale degli Stati Uniti d'America, presieduta attualmente da Jerome Powell.

¹⁸ Il tasso di disoccupazione è un indicatore statistico del mercato del lavoro utile per spiegare molti aspetti economici. È definito dall'Istat come “il rapporto tra le persone in cerca di occupazione e le corrispondenti forze di lavoro”.

Figura 6: tasso di disoccupazione (con dati stagionalizzati) percentuale numero disoccupati su forza lavoro



Fonte: OECD Data-Labour: Labour market statistics

Come esposto nel capitolo precedente, esiste una relazione inversa tra inflazione e disoccupazione (concretizzata dalla curva di Phillips) e i dati riflettono proprio tale collegamento.

Già nell'ultimo trimestre del 2021 è evidente una riduzione del tasso di disoccupazione, tendenza osservata per quasi tutto il corso dell'anno grazie all'interruzione della forte crescita dell'inattività iniziata nelle fasi più acute dell'emergenza sanitaria, quando la ricerca del lavoro era stata fortemente scoraggiata e impedita dalla chiusura temporanea di molte attività economiche assieme alle limitazioni degli spostamenti sul territorio.

Nell'area euro, per tutto il 2022 si è assistito a un calo del tasso di disoccupazione graduale, con cenni di costanza per alcuni mesi.

Altrettanto non si può dire per gli Stati Uniti in cui il tasso di disoccupazione è aumentato e diminuito a ritmi differenti. In particolare, è avvenuto un crollo molto veloce del tasso di disoccupazione e questo ha favorito la crescita dei salari e dei consumi.

A partire da ottobre 2022, invece, il tasso di disoccupazione nell'area euro è costante e fermo al 6,6%.

Osservando la situazione per l'intero periodo preso in considerazione appare evidente che l'area euro sia contraddistinta da tassi di disoccupazione più elevati rispetto a una realtà come quella degli Stati Uniti. Questo è dovuto alla diversità dei sistemi di lavoro, ma anche alla frammentazione del lavoro per fasce d'età.

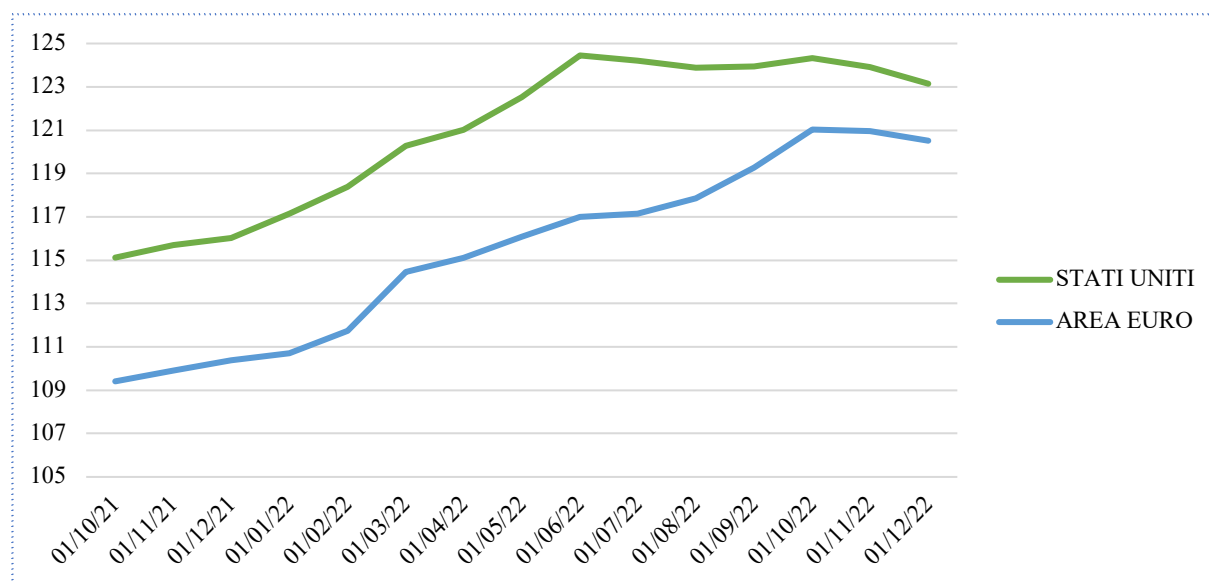
2.1.3 L'inflazione negli Stati Uniti e nell'area euro

Per misurare l'inflazione l'Eurostat si avvale dell'IPCA, ossia l'indice armonizzato dei prezzi al consumo (in inglese l'acronimo è HICP, che sta per *Harmonized Index of Consumer Prices*). Questo indicatore permette di comparare e misurare l'inflazione a livello europeo ed infatti, quest'ultimo, è utilizzato dalla Banca Centrale Europea per l'attuazione della politica monetaria.

In particolare, l'IPCA è rilevante poiché a differenza di altri indici (come, ad esempio, il NIC, cioè l'indice Nazionale dei prezzi al consumo per l'Intera Collettività e il FOI, ossia l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati) corrisponde al prezzo effettivamente pagato dal consumatore scartato di alcune voci, al contrario presenti nel paniere degli altri due indici, considerando anche le riduzioni temporanee di prezzo.

L'analisi dell'IPCA è rilevante poiché mentre il CPI (l'indice dei prezzi al consumo) si calcola secondo le linee guida nazionali, il primo (l'IPCA) viene calcolato seguendo le linee guida UE standardizzate. Per questa ragione l'utilizzo dell'IPCA rende più agevole il confronto del livello dei prezzi tra due o più paesi.

Figura 7: IPCA per tutti i prodotti (indice, 2015=100)



Fonte: Eurostat

Come si può osservare dal grafico soprastante, in generale, il livello dei prezzi risulta superiore negli Stati Uniti piuttosto che nell'area euro sebbene in entrambi si attesti una tendenza al rialzo.

È importante notare che il picco dei prezzi negli Stati Uniti e nell'area euro si è registrato in tempi diversi: nei primi lo si è osservato nel giugno 2022 con un IPCA pari a 124,45, mentre nell'area euro si è registrato nell'ottobre del medesimo anno, con un livello dei prezzi pari a 121,03.

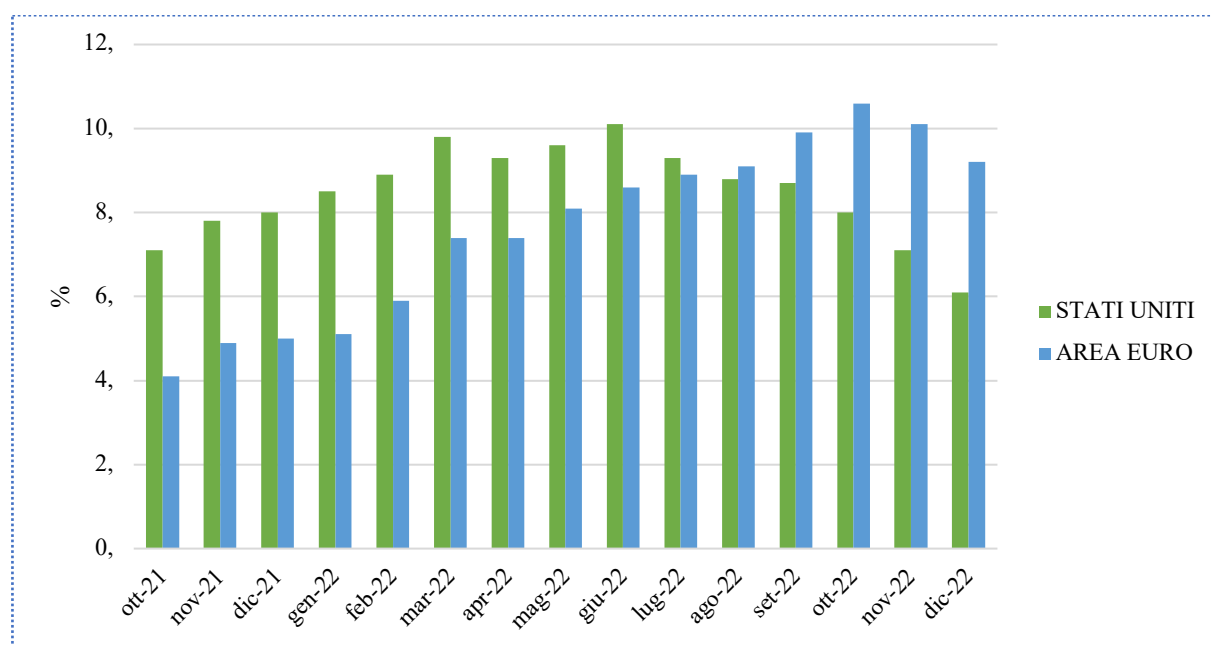
A seguito del raggiungimento dei due picchi appena menzionati, il livello dei prezzi ha poi iniziato a ridursi e l'effetto ad affievolirsi.

Sia nell'area euro che negli Stati Uniti l'aumento più consistente dell'IPCA è avvenuto nel mese di marzo del 2022 con aumenti rispettivamente del 2,4% e 1,6%.

In particolare, nell'area euro le pressioni inflazionistiche connesse agli aumenti passati dei corsi delle materie prime, il deprezzamento dell'euro, le carenze dal lato dell'offerta e le condizioni tese nei mercati del lavoro continuano a riflettersi sulle dinamiche dei prezzi al consumo.

Il tasso di inflazione, misurato come variazione percentuale annuale dell'indice dei prezzi per ogni mese ha evidenziato da ottobre 2021 a luglio 2022 un tasso più alto per gli Stati Uniti. A partire da agosto 2022, invece, l'area euro ha superato gli Stati Uniti con valori più alti fino alla fine dell'anno.

Figura 8: tasso di inflazione tendenziale da ottobre 2021 a dicembre 2022 per Stati Uniti e area euro



Fonte: Eurostat

L'inflazione complessiva ha registrato dinamiche simili nelle due economie, con un progressivo aumento dei prezzi al consumo, che a partire da maggio 2022 ha superato l'8% sia negli Stati Uniti (in cui era superiore a tale cifra già da gennaio) che nell'area euro.

Gli Stati Uniti hanno toccato un tasso di inflazione del 10,1% nel mese di giugno, a differenza dell'area euro che ha superato i 10 punti percentuali a partire da ottobre dello stesso anno (nello specifico 10,6%) e anche a novembre con il 10,1%.

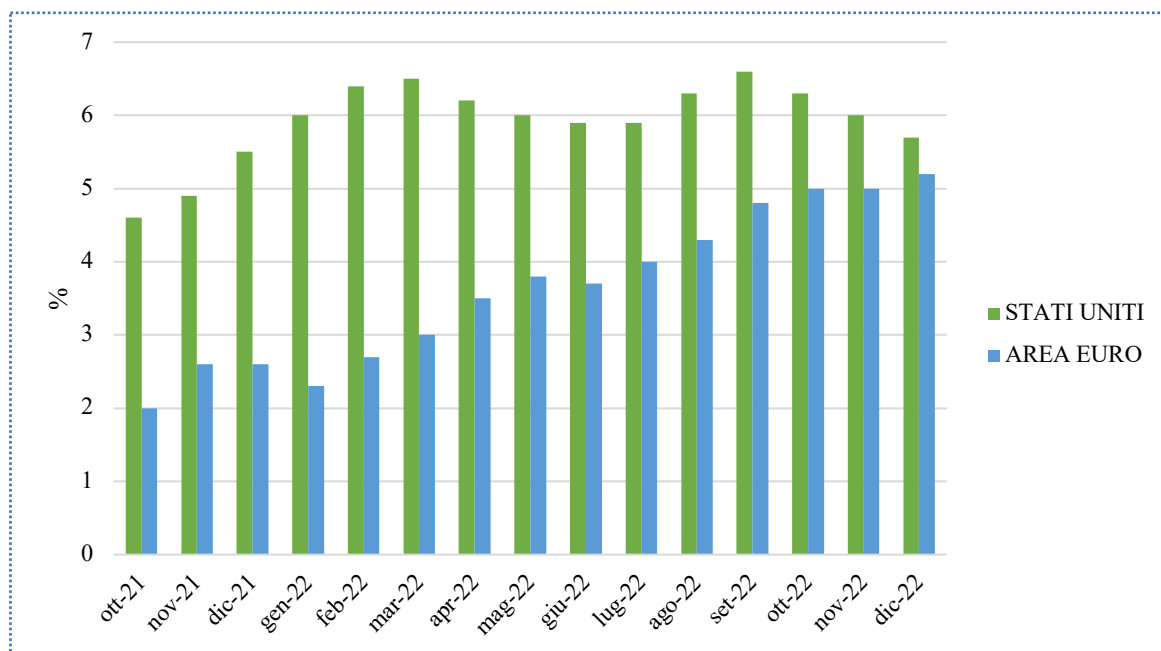
L'inflazione osservata in questi mesi è imputabile da una parte all'economia in crescita per il rallentamento delle restrizioni dovute alla crisi pandemica da Covid-19, dall'altra all'aumento dei prezzi dell'energia.

Infatti, nell'area euro l'inflazione nell'ultimo trimestre del 2022 ha continuato a superare le attese e questo si è ripercosso su tutte le componenti dell'IPCA, nonostante la netta diminuzione delle quotazioni all'ingrosso di gas ed elettricità, lo svigorimento della domanda, l'affievolimento delle strozzature dal lato dell'offerta e i contenimenti dei prezzi dell'energia da parte dei governi mediante le misure adottate da questi ultimi.

Comunque, l'aumento dei prezzi risulta essere una dinamica strutturale e questo si osserva anche dall'analisi dell'inflazione *core*, cioè quella al netto delle componenti più volatili e quindi prodotti energetici e alimentari.

Nello specifico, l'Eurostat definisce l'inflazione *core* come la percentuale di cambiamento di anno in anno per l'aggregato speciale che comprende tutti i prodotti, escludendo energia, alimenti, alcol e tabacco che sono le componenti più volatili dell'indice.

Figura 9: tasso di inflazione *core* per Stati Uniti e area euro



Fonte: Eurostat e Bureau of Labor Statistics

Come si evince dai dati, l'inflazione core è risultata più alta negli Stati Uniti per tutto il periodo preso come riferimento, superando il 6% per tutti i mesi da gennaio a maggio 2022 e da agosto a novembre. Ciò significa che l'aumento del costo dell'energia e dei beni alimentari spiega quasi la metà dell'inflazione europea e tocca in misura molto minore l'economia statunitense.

Da questo se ne deduce che nell'area euro si parla perlopiù di un'inflazione da offerta (cioè dovuta a fattori relativi all'offerta di beni e servizi), mentre negli Stati Uniti si tratta di un'inflazione da domanda ben radicata nell'economia, in cui prevale la componente domestica spettante a un eccesso di domanda aggregata rispetto all'offerta e all'aumento del costo del lavoro.

I motivi di tali risultati risiedono nel fatto che, per quanto concerne il quadro statunitense, la guerra ha avuto un peso minore piuttosto che altrove, con effetti sulle risorse energetiche meno accentuati e più contenuti rispetto agli altri paesi.

2.2 Effetti sull'economia italiana: un confronto con i principali partner dell'area euro (Francia, Germania e Spagna)

Lo scenario internazionale è contraddistinto dall'aumento dei prezzi energetici che sta a sua volta pregiudicando l'attività produttiva mondiale.

A partire da marzo 2022, a causa del conflitto Russia-Ucraina, la Commissione Europea ha rilevato un affievolimento del clima di fiducia dell'area euro, con un pessimismo generalizzato riscontrabile soprattutto nel settore dell'industria per seguire con quello delle costruzioni e dei servizi, con ripercussioni anche riguardo l'occupazione.

Secondo l'indagine Eurobarometro condotta per conto della Commissione europea dell'estate del 2022, si è verificata una riduzione a partire dall'inizio dell'anno di 5 punti percentuali della percezione positiva della situazione dell'economia europea.

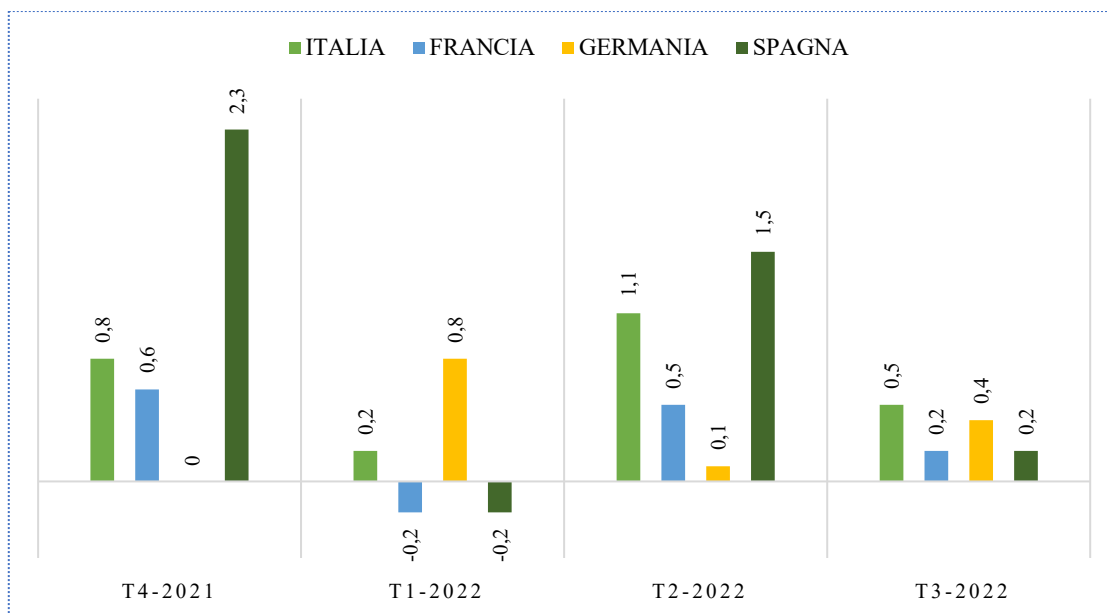
Come accennato precedentemente, nonostante le conseguenze della guerra tra Russia e Ucraina si siano propagate globalmente, l'area euro resta la più colpita.

Risulta, perciò, opportuno analizzare e confrontare gli indicatori economici dei principali partner euro, ossia Francia, Germania e Spagna, affianco a quelli dell'Italia.

2.2.1 Andamento del PIL dei quattro partner dell'area euro

Partendo da un confronto del PIL destagionalizzato, appare evidente dal grafico che solo tre dei quattro paesi presi in considerazione abbiano assistito nell'ultimo trimestre del 2021 a una crescita del suddetto indicatore, seppure in misura diversa.

Figura 10: tasso di crescita del PIL in volume, basato su dati destagionalizzati



Fonte: Eurostat

L'unico paese che non ha mutato tale valore, rispetto al trimestre precedente, è stato la Germania. Questa performance è attribuibile alla quarta ondata di Coronavirus e al relativo inasprimento delle misure di protezione anti-Covid nello stesso anno.

Italia e Francia si sono aggirate pressoché su tassi di crescita simili (rispettivamente 0,8% e 0,6%). Per la prima, in realtà, si tratta sostanzialmente di una frenata generata da un rallentamento dell'industria (anche se in crescita), nonché dalla scarsità delle materie prime e semilavorati, assieme alla risalita dei contagi che ha coinvolto il paese (l'Italia) e l'Europa intera.

La Spagna, contrariamente, ha rilevato un aumento del PIL del 2,3% nel quarto trimestre del 2021.

A inizio 2022 la situazione per quest'ultima è cambiata, con una riduzione del PIL di 0,2 punti percentuali rispetto allo scorso trimestre e lo stesso per la Francia. Invece, in Italia risulta una crescita lievemente positiva e lo stesso in Germania con tassi rispettivamente dello 0,2% e 0,8%.

Nel secondo trimestre del 2022 tutti e quattro i paesi hanno registrato una crescita del PIL, sebbene in proporzioni diverse. Innanzitutto, la Spagna segna il maggiore dei tassi di crescita del PIL (1,5%),

seguita dall'Italia (1,1%). L'aumento di tale tasso per l'Italia è spiegato dalla componente nazionale che ha apportato un contributo positivo, a fronte di quello negativo della componente estera. Si tratta di una fase che determina, dal lato della produzione, un abbassamento dell'agricoltura e una crescita sia nell'industria sia nei servizi.

Diverso è l'andamento per la Francia, con un tasso di crescita più moderato (dello 0,5%) e, infine, la Germania, con la debolissima crescita dello 0,1%.

Nello specifico, i consumi delle famiglie e della pubblica amministrazione hanno contribuito a sostenere l'economia tedesca ad aprile e a giugno, ma la bilancia commerciale l'ha profondamente frenata.

Infatti, Destatis¹⁹ ha dichiarato: “Le difficili condizioni dell'economia globale, tra cui la pandemia Covid-19, le interruzioni delle catene di approvvigionamento e la guerra in Ucraina, si riflettono chiaramente nell'andamento economico a breve termine”.²⁰

Il terzo trimestre ha visto il PIL dei quattro paesi crescere in maniera molto debole: per lo 0,5% l'Italia, seguita da Germania (0,2%) grazie alla spesa per consumi privati e Francia e Spagna (entrambe 0,2%).

Nella seconda metà del 2022, quindi, appare evidente che la Germania abbia risentito più di tutti, dal punto di vista di crescita del PIL, della guerra tra Russia e Ucraina.

Di fatti, tra le principali criticità della Germania, c'è la forte proiezione della bilancia commerciale verso l'export e, di conseguenza, l'aumento del costo dell'energia ha colpito le famiglie, ma soprattutto le aziende tedesche.

Per questa ragione, l'aumento dei prezzi delle commodities, ha generato molti problemi alle industrie tedesche, fortemente dipendenti dal gas economico russo.

In particolar modo, la Cina è un grande partner commerciale per la Germania e i blocchi produttivi cinesi per la politica zero-Covid non hanno di certo giovato né alle vendite estere tedesche né tantomeno a quelle francesi, il tutto affiancato alle strozzature globali nelle filiere di fornitura.

L'Italia ha contribuito alle vendite tedesche in modo negativo, mentre il contributo tedesco per le vendite italiane è stato positivo anche se in maniera debole. Dal punto di vista delle materie prime, questo risultato deriva anche dal fatto che i prodotti della raffinazione petrolifera hanno un maggior

¹⁹ *Statistisches Bundesamt*, detto brevemente Destatis, è l'ufficio federale di statistica della Germania, il quale si occupa di analizzare i dati economici, sociali e ambientali della repubblica federale e di presentarli.

²⁰ Da *il Sole24ore* “Germania a crescita zero, corre la Spagna”, 29 luglio 2022 <<https://www.ilsole24ore.com/art/germania-crescita-zero-corre-spagna-AEAI2vpB>>.

peso nell'export italiano e spagnolo, piuttosto che quello che hanno le vendite estere in quello tedesco e francese.

L'Italia, grazie alla sua presenza negli Stati Uniti, ha incrementato le esportazioni dal momento che il mercato statunitense è la prima destinazione al di fuori dell'Unione Europea per l'Italia, ammontando a circa il 12% del totale dell'export italiano.

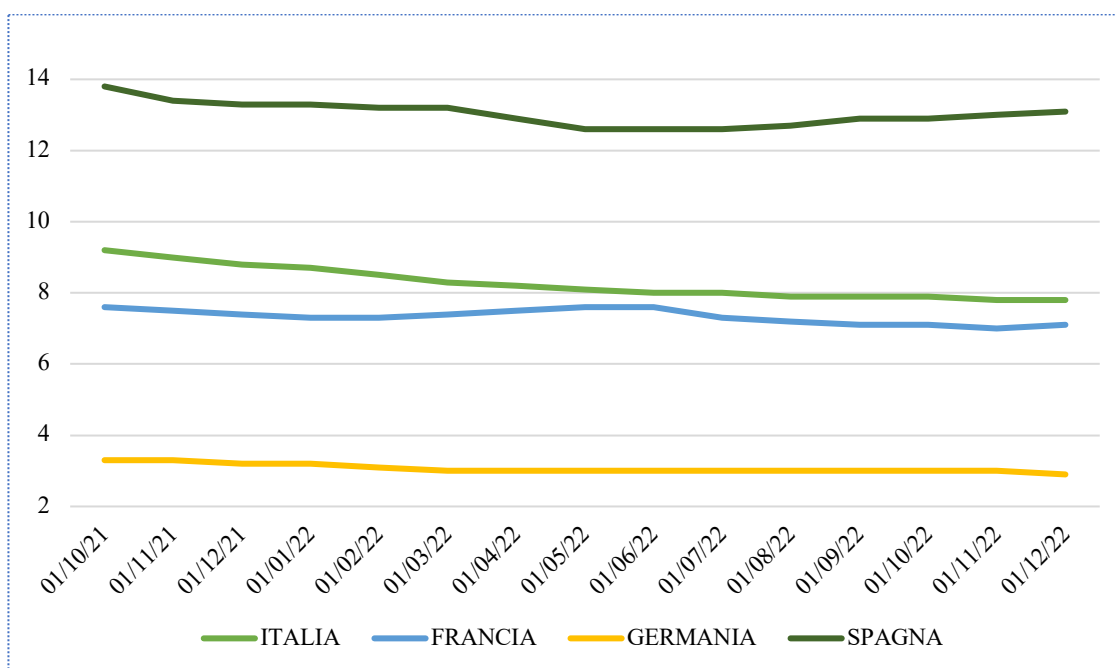
Si aggiunge a questo anche il deprezzamento dell'euro, specialmente rispetto al dollaro USA, che è stato significativo, favorendo le vendite extra-area. Inoltre, la specializzazione geografica e la minore esposizione alle strozzature negli approvvigionamenti esteri di input produttivi hanno contribuito all'ottimo risultato delle esportazioni italiane.

Oltre a questo, la Francia è stata l'unica grande economia dell'Unione Europea a tornare sui livelli pre-Covid già nel 2021, al contrario della Spagna (che ha subito notevoli perdite per la crisi sanitaria) e della Germania (per gli ostacoli precedentemente menzionati al funzionamento delle catene globali sub-fornitura) che non hanno ancora recuperato i livelli di fine 2019.

2.2.2 La disoccupazione in Italia, Francia, Germania e Spagna

Il tasso di disoccupazione, strumento utile per analizzare le *performances* dei vari paesi, mostra un andamento non troppo irregolare. In particolare, dopo la crisi pandemica già a partire da fine 2021, nell'area euro si è assistiti a una rapida ripresa, con il recupero dell'occupazione ai livelli pre-Covid-19. Nello specifico, il periodo durante la pandemia è stato contraddistinto dal ricorso a schemi governativi di sostegno all'occupazione, con il fine di prevenire le conseguenze della crisi sul mercato del lavoro europeo. Alla diminuzione del numero dei disoccupati si è associata anche una crescita del tasso di posizioni vacanti, fenomeno che ha visto le imprese in reale difficoltà per il reperimento della manodopera.

Figura 11: tasso di disoccupazione (con dati stagionalizzati) percentuale numero disoccupati su forza lavoro.



Fonte: OECD Data-Labour: Labour market statistics

Analizzando la situazione a livello europeo, emerge che il mercato del lavoro dell'area euro si sia approssiato a una ricomposizione settoriale del lavoro a causa della pandemia e ciò genera, sotto questo punto di vista, la presenza di risorse inutilizzate.

Guardando il grafico, appare subito evidente che la Spagna detenga il tasso di disoccupazione più alto tra tutti e quattro i paesi presi come riferimento, nonostante abbia chiuso il 2022 con il tasso di disoccupazione più basso dal 2007. Infatti, grazie all'entrata in vigore nel 2021 di una nuova riforma (*Real Decreto-ley 32/2021*) è stato introdotto il concetto secondo cui il contratto di lavoro debba essere a tempo indeterminato di regola²¹. Questo ha portato a una sostanziale riduzione dei contratti di lavoro a tempo determinato, in favore di un aumento di quelli a tempo indeterminato. Il principale obiettivo di questa riforma è stato quello di ridurre la precarietà e la svalutazione salariale che da tempo, contraddistinguendo il mercato del lavoro spagnolo, generava disuguaglianze.

²¹ *Real Decreto-ley 32/2021, de 28 de diciembre, de medidas urgentes para la reforma laboral, la garantía de la estabilidad en el empleo y la transformación del mercado de trabajo.* Data ultima pubblicazione 1° marzo 2023. <<https://www.boe.es/eli/es/rdl/2021/12/28/32/con/20230301>>

Insieme a questi fattori in Spagna è avvenuto l'aumento del salario minimo, sfida già presa in considerazione da Pedro Sanchez nel 2018²² e perseguita durante tutta la legislatura con il fine di mantenere in buoni rapporti sindacati e Confindustria. Infatti, mentre negli altri stati europei il salario minimo è deciso per settori, in Spagna è interprofessionale. Indubbiamente il vantaggio è che i benefici si estendono a una fetta più grande della popolazione rispetto ai contratti settoriali.

Generalmente, comunque, negli anni scorsi i salari contrattuali sono stati protetti dall'inflazione; tuttavia, nel corso del 2022 non si sono esclusi arrotondamenti importanti.

La Francia, invece presenta un tasso di disoccupazione compreso tra i livelli della Germania e dell'Italia. La mancanza di occupazione nel mercato del lavoro francese è stata una questione cruciale sin dal 2017 e poi, nel 2021, il governo ha varato delle riforme per stimolare il mercato del lavoro, riscontrando al contempo delle forti resistenze da parte dei sindacati.

Nello specifico, secondo gli economisti, la scarsa performance della Francia è attribuibile agli stipendi minimi troppo elevati, alla presenza di un'eccessiva regolamentazione, alla mancanza di flessibilità nella legislazione sul lavoro e alla scarsa efficienza nella gestione della spesa pubblica. L'insieme di questi fattori ha ridotto la competitività delle aziende francesi a livello europeo e internazionale.

La Germania vanta, tra i paesi presi in considerazione, il tasso di disoccupazione più basso ed in particolare, in base ai dati Eurostat del novembre 2022 presenta il tasso di disoccupazione giovanile più basso dell'Unione Europea. Il governo tedesco sta, però, riscontrando una carenza della manodopera qualificata. Infatti, tra gli obiettivi da perseguire, assume importanza il miglioramento del sistema duale che prevede la divisione del tempo dei tirocinanti tra l'istruzione in una scuola professionale e la formazione in azienda.

In Italia, la disoccupazione sembra essere un *trend* costante, con donne che continuano ad essere penalizzate nel mercato del lavoro. Tra i motivi per cui questo problema, che risulta consolidato ormai nell'economia, c'è la disparità in termini di genere e territoriali, insieme al basso tasso di laureati e diplomati.

Un'altra causa che genera un tasso di disoccupazione di questa portata è il disallineamento tra la domanda delle imprese e l'offerta dei lavoratori nel mercato del lavoro. Infatti, ciò che rende l'Italia

²² Forbes "Spain Approves An Outstanding Increase Of 22% Of The Minimum Wage To Fight Against Job Insecurity". <<https://www.forbes.com/sites/anagarciavaldivia/2018/12/29/spain-approves-an-outstanding-increase-of-22-of-the-minimum-wage-to-fight-against-job-insecurity/?sh=1261e3dd78d1>>, 29 dicembre 2018

la seconda, tra i paesi presi in considerazione nell'analisi a livello di disoccupazione, è l'incapacità del sistema economico di soddisfare la domanda di beni e servizi che il mercato reclama.

Per il 2023, il rapporto "Prospettive internazionali e sociali nel mondo Tendenze 2023"²³ prospetta che l'occupazione crescerà su scala mondiale solamente dell'1%, ossia meno della metà del tasso di crescita del 2022. Questo scenario è probabilmente imputabile all'insufficienza dell'offerta di lavoro nei paesi ad alto reddito. Ciò consentirebbe un'inversione della tendenza di crescita che ha contraddistinto il mercato del lavoro tra il 2020 e il 2022.

Viene per altro evidenziato che il deterioramento del mercato del lavoro prefigurato per il 2023 sarebbe fondamentalmente attribuibile all'emergere delle tensioni geopolitiche e al conflitto tra Russia e Ucraina, ma anche alla disomogenea ripresa dall'epidemia mondiale e dalle strozzature nelle filiere globali di fornitura.

Affiancato alla disoccupazione si prospetterebbe anche un problema riguardante la qualità del lavoro stesso. In particolare, nel rapporto viene sottolineato che "il lavoro dignitoso è essenziale per la realizzazione della giustizia sociale", lavoro che scarseggerebbe nel lungo periodo, nonostante la ripresa del 2021. La bassa qualità del lavoro è collegata al tema delle retribuzioni, spesso insufficienti, assieme agli orari di lavoro ridotti.

La crisi causata dal rincaro del costo della vita, non essendo controbilanciata dalla crescita del reddito dei lavoratori, rischia di spingere sempre più persone verso la povertà. Questo divario si aggiungerebbe all'erosione del reddito provocato dalla pandemia, che ha colpito, in molti paesi, specialmente le fasce a basso reddito.

L'insieme dei fattori appena elencati ha creato i presupposti per la stagflazione, ossia un'inflazione molto elevata accompagnata da livelli di crescita bassi, situazione che non si presentava dagli anni Settanta del secolo scorso.

2.2.3 Lo shock inflazionistico nei principali partner dell'area euro

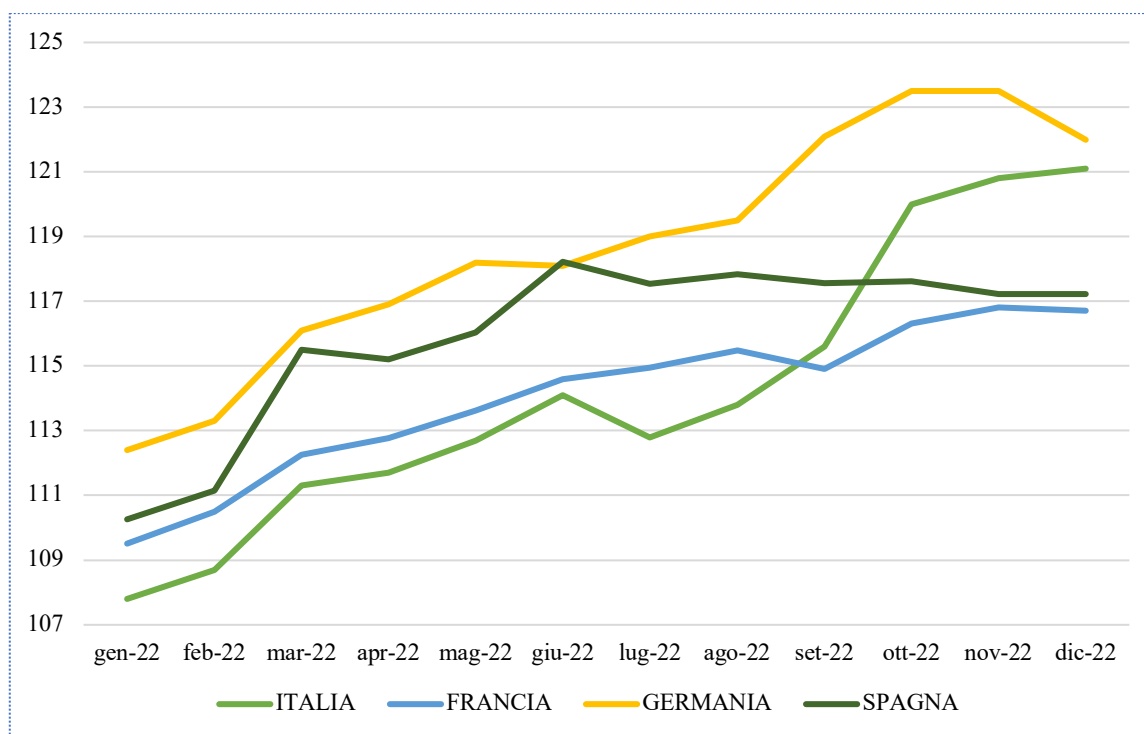
L'indice armonizzato dei prezzi al consumo mensile per il corso del 2022 (per tutti i prodotti) permette di analizzare approfonditamente l'inflazione dei quattro partner euro attraverso la valutazione dell'andamento dei prezzi.

²³ *WESO Trends*.

Innanzitutto, partendo dal mese di gennaio (poco prima dello scoppio del conflitto russo-ucraino) si può osservare come tra i paesi presi in considerazione, la Germania abbia detenuto il livello più elevato dei prezzi, seguita dalla Spagna il cui indice si è posizionato di poco al di sotto rispetto a quello dell'area euro complessiva.

Nonostante questo, comunque, i primi aumenti nei prezzi consistenti si sono iniziati a mostrare a partire da marzo. A prescindere da ciò, la Germania, per tutto il periodo di riferimento, ha mantenuto il livello dei prezzi più alto rispetto agli altri tre paesi, ad eccezione del mese di giugno in cui la Spagna ha raggiunto un livello più elevato. Il picco tedesco è avvenuto nei mesi di ottobre e novembre.

Figura 12: IPCA (indice, 2015=100)



Fonte: Eurostat

Il *trend* dell'inflazione tedesca in salita sembra aver subito una frenata a dicembre. In particolare, secondo Destatis, la frenata dell'inflazione nel mese anzidetto è stata dovuta allo Stato federale che, col suo intervento, ha prodotto un effetto diretto sui prezzi, pagando per molti cittadini (una *tantum*) la bolletta del gas.

Gli abbassamenti dei prezzi dell'energia hanno reso possibile la riduzione notevole dell'inflazione. Infatti, sembrerebbe che le prospettive dell'inflazione tedesca, e allo stesso modo di quella europea, siano influenzate da due driver opposti: da un lato i prezzi dell'energia risultano inferiori alle attese,

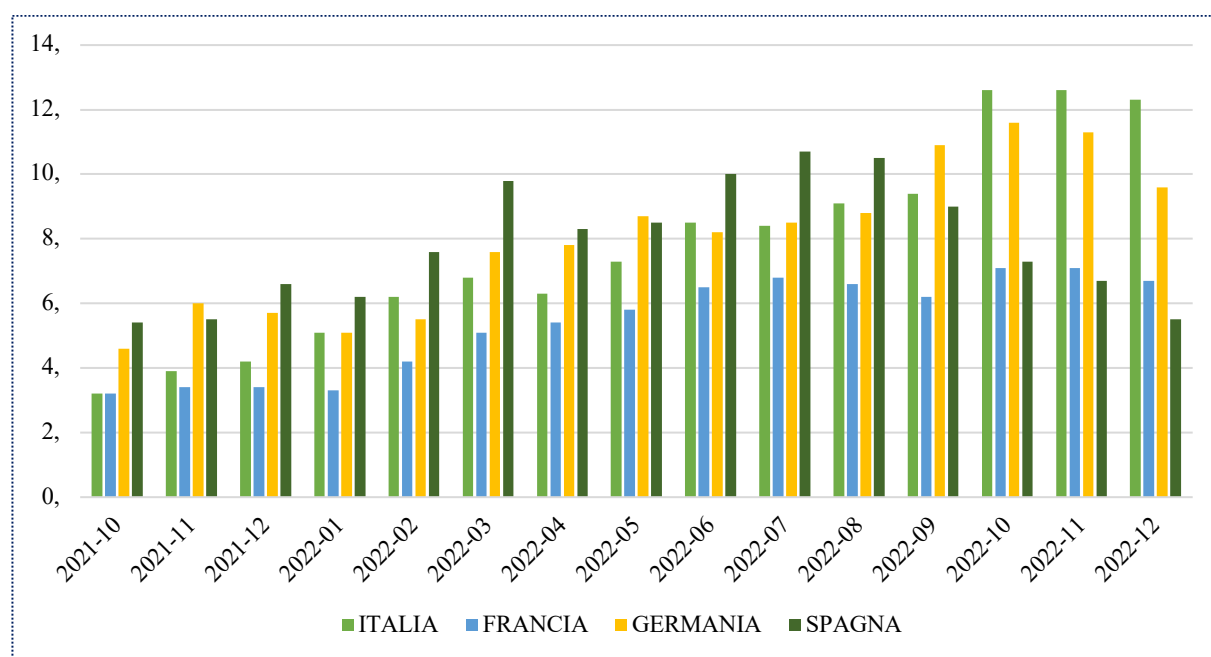
complice il clima invernale più caldo del solito; dall'altro il passaggio dell'inflazione dell'energia e delle materie prime contribuisce alla persistenza della profonda pressione sui gasdotti.

La Francia, come risulta dal grafico, è la seconda ad avere l'IPCA più basso, anche se a partire da ottobre è stata superata dall'Italia. L'andamento di crescita dei prezzi in Francia è risultato alquanto costante, finché a dicembre è avvenuta una netta frenata. In realtà questo rallentamento ha destato sorpresa rispetto alle attese del mercato. L'Insee ²⁴ ha giustificato questo percorso in discesa con il fenomeno del calo dei prezzi energetici affiancato, anche se in misura minore, da quello dei servizi.

Anche in Spagna l'inflazione è scesa, già a partire da dicembre grazie al calo dei costi energetici e dei carburanti, nonostante risultino ancora marcati i rincari dei prodotti energetici.

In Italia i prezzi hanno avuto un andamento abbastanza irregolare. Tra giugno e luglio 2022 si è assistito a una riduzione, per poi aumentare di nuovo.

Figura 13: tasso di inflazione tendenziale da ottobre 2021 a dicembre 2022 per Italia, Francia, Germania e Spagna



Fonte: Eurostat

Per quanto concerne il tasso di inflazione vero e proprio, cioè quello misurato come variazione percentuale annuale dell'indice dei prezzi mensile, è evidente che la Spagna, per quasi tutto il periodo

²⁴ Institut national de la statistique et des études économiques giustifica, cioè l'istituto nazionale della statistica e degli studi economici della Francia.

da ottobre 2021 ad agosto 2022 abbia detenuto il tasso di inflazione più alto rispetto agli altri tre paesi presi in considerazione, risultando anche superiore al tasso di inflazione dell'area euro complessiva.

Come precedentemente menzionato, lo scoppio del conflitto tra Russia e Ucraina avvenuto a fine febbraio 2022, ha accentuato la tendenza al rialzo delle quotazioni del petrolio, del gas naturale e delle materie prime agricole, dando vita a un nuovo impulso inflazionistico.

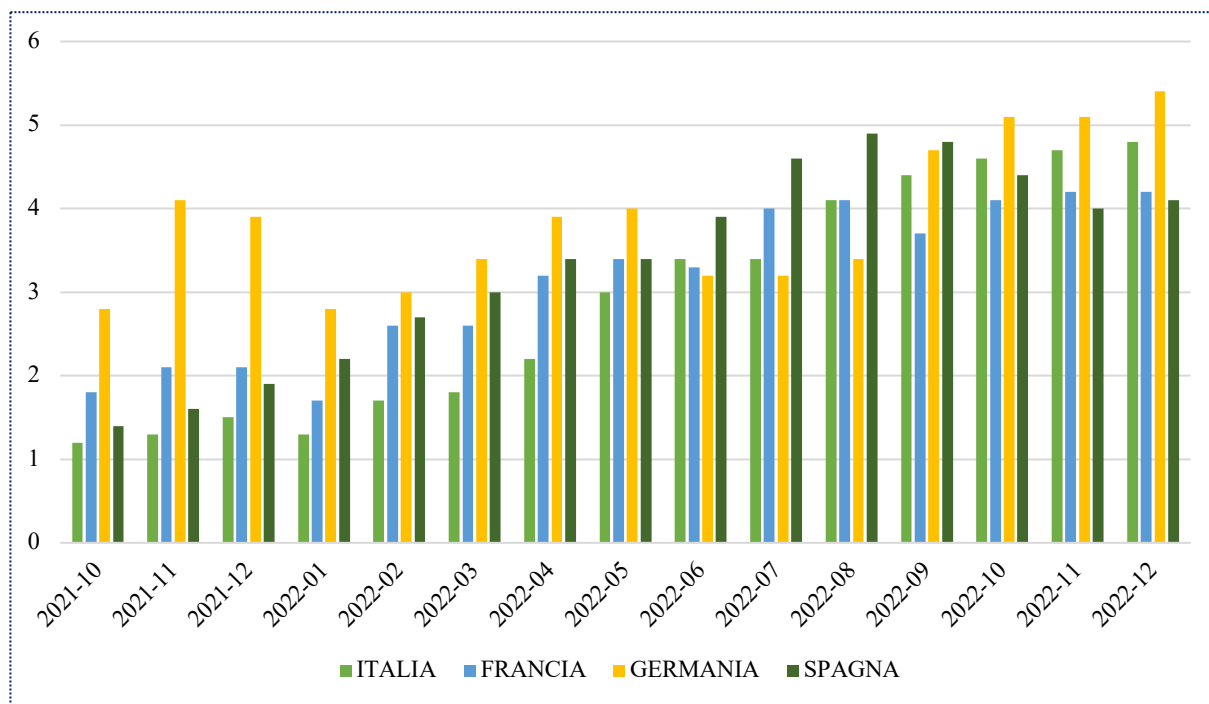
Insieme a questi aspetti in Italia si aggiunge la presenza di scarse precipitazioni che ha contribuito all'aumento dei prezzi dei prodotti agricoli sia italiani che europei.

In particolare, la Germania e la Spagna hanno assistito a giugno 2022 a tassi di inflazione molto alti, rispettivamente del +8,2% e +10%, a causa degli aumenti dei generi alimentari.

La Francia ha risentito in misura minore dell'aumento dei prezzi del gas e del petrolio grazie alla rilevanza del nucleare tra le proprie risorse energetiche.

La graduale diffusione dei rialzi dei costi degli input produttivi ha portato conseguentemente a un aumento progressivo anche dell'inflazione di fondo (o *core*) cioè quella misurata escludendo i beni energetici, alimentari, alcol e tabacchi.

Figura 14: tasso di inflazione core in Italia, Francia, Germania e Spagna



Fonte: Eurostat

Le principali componenti si sono mosse con dinamiche simili per quanto riguarda i servizi e i beni industriali non energetici, con spinte più marcate per i beni semi-durevoli.

Nonostante la crescita, quindi, sia stata fondamentale guidata dai prodotti energetici, gli impulsi si sono trasmessi rapidamente anche ai beni intermedi; la dinamica per i beni di consumo all'inizio è stata più contenuta e poi si è accentuata, andando ad intaccare nelle diverse fasi della produzione.

In Germania e in Francia, il trasferimento degli impulsi sui prezzi all'origine dei beni di consumo è stato più veloce rispetto alla Spagna e all'Italia.

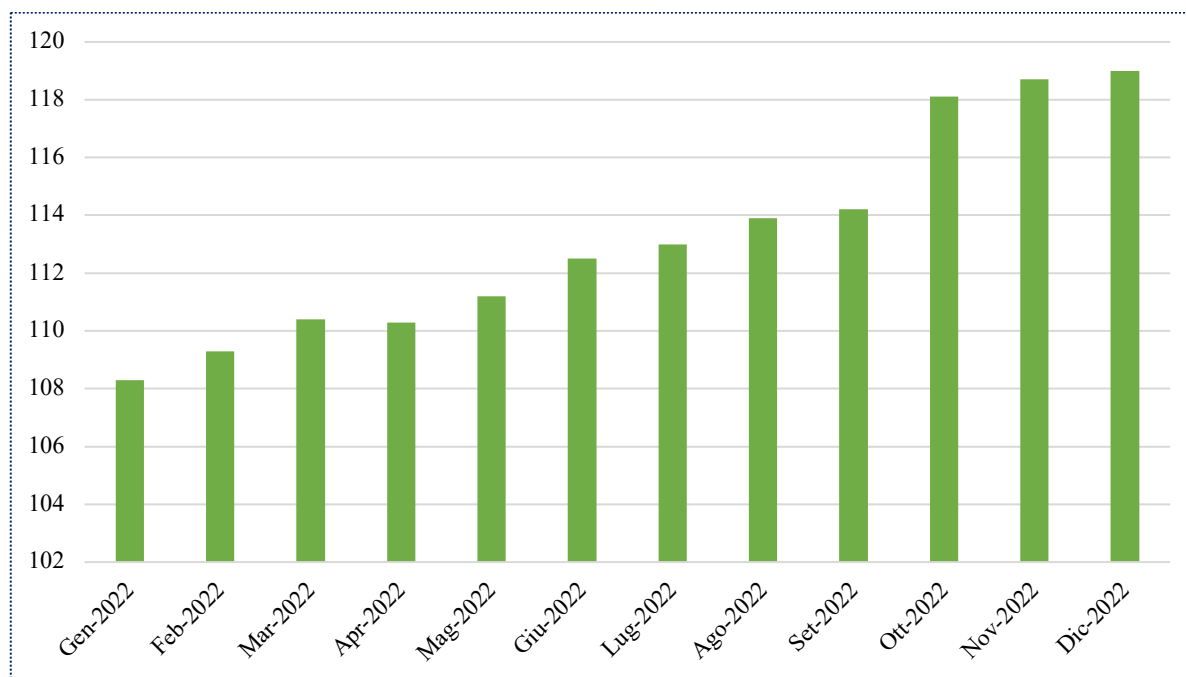
2.2.4 Il caso dell'Italia

Il conflitto tra Russia e Ucraina scoppiato nel febbraio del 2022 non ha fatto altro che aggravare la situazione già precaria dal punto di vista del rincaro dei prodotti energetici dell'intera area euro, con un picco del tasso di inflazione a ottobre del 2022 del +10,2%.

In Italia la situazione si è iniziata ad accentuare a partire da marzo, dove si è raggiunto un tasso di inflazione pari al 9,8%, con un picco del 10,7% a luglio, andando a decrescere gradualmente nel corso dei successivi mesi.

Le analisi dell'Istat attestano che, in media, nel 2022 i prezzi al consumo sono aumentati dell'8,1%.

Figura 15: Indice generale dei prezzi al consumo per l'intera collettività (base 2015=100), dati mensili

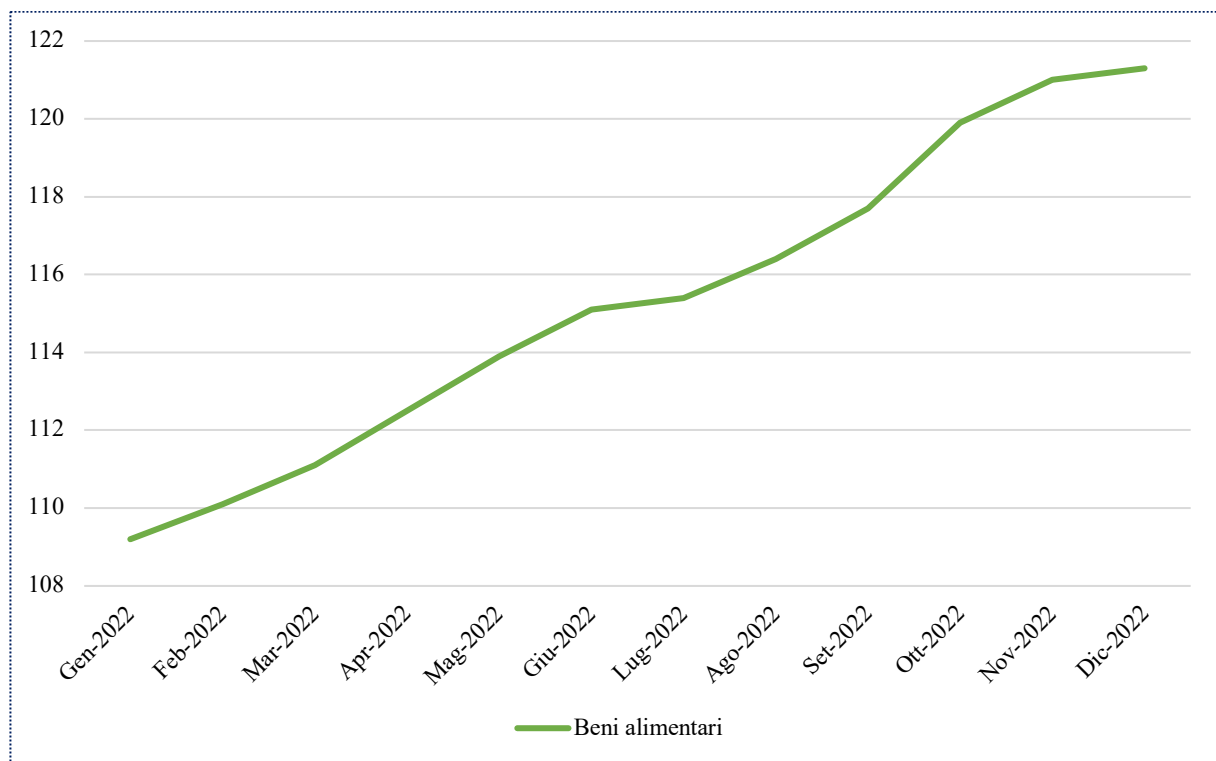


Fonte: Istat

Considerando l'inflazione *core*, e quindi al netto delle componenti energetiche e alimentari, i prezzi al consumo hanno subito una crescita del 3,8% e al netto dei soli prodotti energetici del 4,1%. In particolare, l'Istat conferma che si tratterebbe “dell'aumento più ampio dal 1985 (quando fu a +9,8%), principalmente a causa dell'andamento dei prezzi dei beni energetici (+50,9% in media d'anno nel 2022, a fronte del 14,1% del 2021)”.

Nello specifico, l'aumento dei prezzi dei beni alimentari è stato progressivo.

Figura 16: Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività per i beni alimentari (base 2015=100), dati mensili

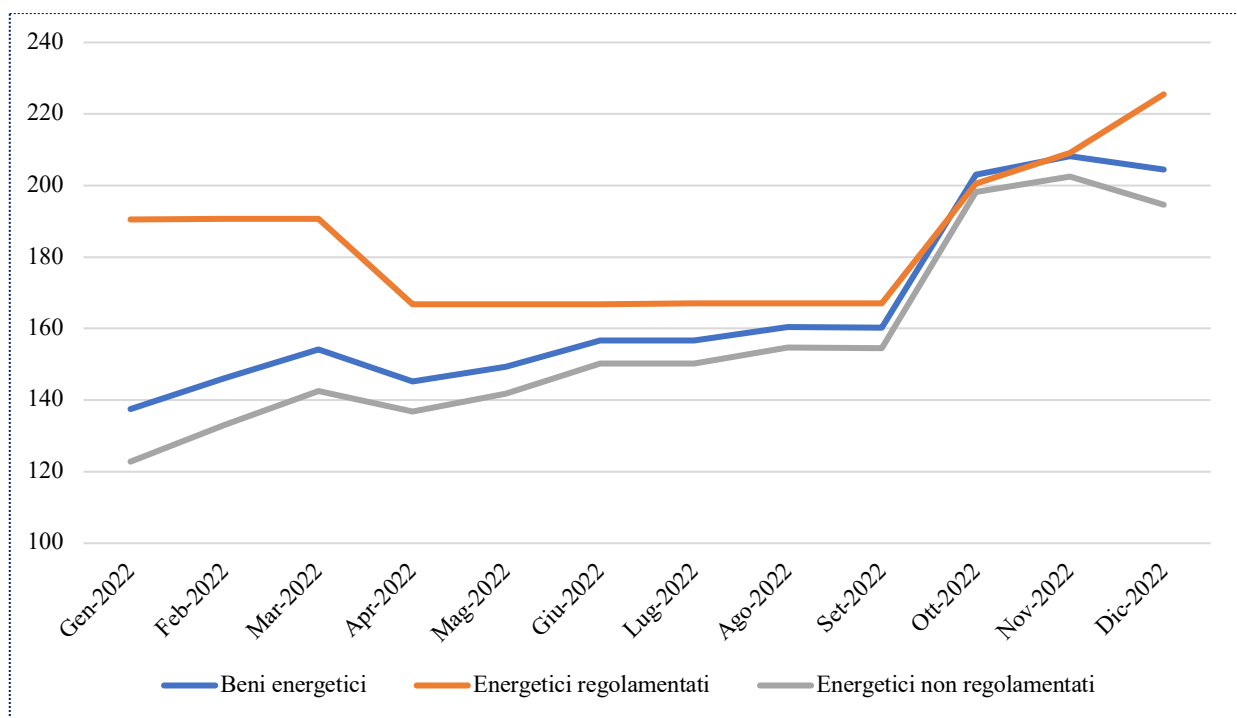


Fonte: Istat

Viene sottolineato dall'Istat che “il rallentamento su base tendenziale dell'inflazione è dovuto prevalentemente ai prezzi dei beni energetici, (che, hanno mantenuto comunque una crescita molto sostenuta, passando da +67,6% di novembre a +64,7%), in particolare della componente non regolamentata (da +69,9% a +63,3%) e ai prezzi dei beni alimentari non lavorati (da +11,4% a +9,5%) e dei servizi relativi ai trasporti (da +6,8% a 6,0%)”. Per contro, la dinamica inflattiva così alta sarebbe imputabile ai prezzi dei prodotti energetici regolamentati, di quelli dei beni alimentari lavorati, di quelli dei servizi ricreativi, culturali e per la cura della persona e dei servizi riguardanti le comunicazioni.

Analizzando l'indice NIC (l'Indice Nazionale dei prezzi al consumo per l'intera Collettività) che riflette la generalità dei consumi delle famiglie italiane, si evince che, nella prima parte del 2022, all'andamento irregolare di aumento prima, e rallentamento poi, dei prezzi dei beni energetici, hanno contribuito sia la componente dei beni regolamentati sia quella dei beni non regolamentati. In particolare, la prima si è sottratta all'inizio dell'anno agli adeguamenti al rialzo delle tariffe dell'energia elettrica e del gas; le misure adottate al fine del controllo dei prezzi del comparto hanno fatto decelerare la componente a giugno. La seconda componente, invece, ha risentito dei vari contenimenti grazie agli interventi governativi sulle accise per i carburanti, facendo scendere il tasso nel mese di aprile, per poi essere soggetto nuovamente a un aumento.

Figura 17: Indice dei prezzi al consumo per l'intera collettività (base 2015=100), dati mensili



Fonte: Istat

Nell'ultimo trimestre del 2022 i dati dell'Istat riportano che il reddito delle famiglie consumatrici italiane è cresciuto in termini nominali dell'1,9% rispetto al trimestre precedente, mentre i consumi finali sono aumentati del 4,1%. Oltre a questo, la propensione al risparmio delle famiglie consumatrici sarebbe scesa a livelli inferiori rispetto al periodo precedente la pandemia.

Nonostante questi aspetti, il potere d'acquisto delle famiglie ha subito due spinte contrapposte: da un lato è stato frenato dalla crescita dei prezzi, dall'altro è aumentato concretamente del 0,3% sul trimestre precedente.

CAPITOLO 3

Politiche di contrasto all'inflazione nel 2022-23

3.1 I provvedimenti adottati dalla BCE: il rialzo dei tassi di interesse

La Banca Centrale Europea (BCE) assume ruoli molteplici. Innanzitutto, gestisce l'euro, la valuta ufficiale dei 20 paesi facenti parte dell'Unione europea che hanno aderito a questa iniziativa. Grazie all'adozione dell'euro non solo è garantita la stabilità economica, ma è anche rafforzata e consolidata l'identità europea. Oltre a ciò, la BCE definisce e attua la politica economica e monetaria dell'UE, imponendosi numerosi incarichi²⁵. Il compito principale è quello di mantenere la stabilità dei prezzi, missione ricollegabile al perseguimento della piena occupazione e crescita, anche in un'ottica di rafforzamento della coesione e della stabilità sociale.

Per garantire il perseguimento di tali obiettivi si rende necessaria l'indipendenza politica della BCE, fattore di fondamentale importanza poiché una maggiore indipendenza è sinonimo di una maggiore efficacia della politica monetaria.

L'argomento principale a favore di questo comportamento pone enfasi sui potenziali impulsi inflazionistici che potrebbero verificarsi a seguito delle pressioni politiche mirate all'aumento della produzione a breve termine per finanziare la spesa pubblica al fine di abbattere la disoccupazione e i tassi di interesse (dinamica che si presenta specialmente in un clima antecedente le elezioni). Tutto questo potrebbe portare a un ciclo economico politico in cui le manovre monetarie espansive risultano temporanee e cessate subito dopo le elezioni per ridurre l'inflazione, generando instabilità macroeconomica. Inoltre, l'indipendenza è cruciale per il pubblico, il quale diffida dai politici per la loro mancata esperienza nella presa di decisioni riguardanti la politica monetaria.

L'indipendenza della Banca Centrale Europea è una condizione essenziale per fornire credibilità al suo obiettivo principale, ossia mantenere stabili i prezzi, obiettivo sancito dall'art.127 TFUE²⁶.

In questo contesto, lo sfruttamento di un'ancora nominale, ovvero una variabile nominale come il tasso di inflazione o l'offerta di moneta, risulta essere uno strumento fondamentale per vincolare il

²⁵ Tra gli altri compiti della BCE vi sono la gestione delle riserve di valuta estera dell'eurozona, la gestione della sicurezza e della solidità del sistema europeo, l'autorizzazione dell'emissione di euro in banconote per i paesi facenti parte l'area euro, il monitoraggio delle tendenze dei prezzi, la valutazione dei rischi dei cambiamenti dei prezzi per mantenere la stabilità; infine, si accerta che le autorità nazionali dei singoli paesi dell'area euro controllino le istituzioni e i mercati finanziari, garantendo il corretto funzionamento dei sistemi di pagamento.

²⁶ Per TFUE si intende il Trattato sul Funzionamento dell'Unione Europea. Oltre a questo, anche il trattato di Maastricht che ha dato origine alla Banca Centrale sostiene: "L'obiettivo primario del Sistema Europeo delle Banche Centrali dovrà essere il mantenimento della stabilità dei prezzi".

livello dei prezzi. Grazie all'accettazione di un'ancora nominale che è in grado di mantenere la variabile in questione all'interno di un determinato range, si rende possibile la stabilità dei prezzi attraverso la formazione di aspettative di inflazione stabili.

Durante questo processo bisogna però fare attenzione a evitare comportamenti da *inflation nutter*²⁷, ossia quando la Banca Centrale si focalizza esclusivamente sul controllo dell'inflazione, anche nel breve periodo, andando a adottare politiche che danno vita a ampie fluttuazioni cicliche.

La BCE, concretamente, agisce nell'area euro andando a fissare i tassi di interesse con i quali concede prestiti alle banche commerciali. In questo senso riesce a controllare l'offerta di moneta e il livello dei prezzi.

Dopo il periodo di alta inflazione che aveva contraddistinto gli anni '80, le banche centrali, di comune accordo, presero la decisione di fissare un tasso di inflazione obiettivo e di iniziare ad adottare misure di politica monetaria – agendo prettamente sui tassi di interesse per andare ad impattare sulla domanda aggregata – con il fine di mantenere l'economia a un livello il più possibile prossimo a quello predeterminato, cioè pari al 2% nel medio termine. Quest'ultima percentuale costituisce il tasso di inflazione “ideale” ed è utilizzato ancora oggi per le decisioni riguardanti le poste presenti nei documenti di bilancio, venendo riportato negli atti contabili programmatici, come ad esempio nel Documento di Economia e Finanza (DEF).

Nonostante ciò, il tasso si è stabilizzato al di sotto dell'1% da circa la metà del 2013 fino alla metà del 2021, per via di una combinazione di fattori esogeni quali il calo del prezzo del petrolio e delle materie prime, affianco alle politiche di austerità interne. Tutto questo ha provocato un generale clima di sfiducia nelle famiglie, imprese e investitori i quali erano consci e percepivano l'insostenibilità del debito pubblico.

Inoltre, la consequenziale “stretta” fiscale (costituita dall'aumento della pressione fiscale e dalla diminuzione della spesa pubblica) per tornare sui parametri di riferimento, ha senz'altro spinto alla riduzione della domanda di beni e servizi. Il frutto di tali eventi è stato l'innescò di un *trend* costante di bassa inflazione, ai limiti della deflazione.

In realtà, lo scenario vigente che si è andato a creare a partire dall'inizio del 2022 rappresenta una novità rispetto a quanto precedentemente asserito. Per questa ragione, si è realizzata un'apertura della BCE, ma comunque solo in idonee circostanze, all'accettazione di un tasso di inflazione superiore al 2% nel medio termine, valore ritenuto essenziale per garantire la stabilità dei prezzi.

²⁷ Termine coniato da Mervyn King, governatore della *Bank of England* in una conferenza in Svizzera nel 1995.

Il Consiglio direttivo della BCE, al fine di mantenere le aspettative di inflazione all'obiettivo classico nel medio periodo, ha rivisto le politiche monetarie in senso restrittivo. Infatti, per sostenere i deficit dei Paesi maggiormente indebitati la BCE adottò per anni politiche espansive.

Stando alle teorie economiche, l'aumento dei tassi è imprescindibile per tenere sotto controllo le aspettative di inflazione.

Ma come può la politica monetaria andare ad influire concretamente sul livello dei prezzi?

Il meccanismo di trasmissione della politica monetaria è scandito da tempi lunghi, variabili e incerti e quindi risulta complicato predire esattamente le sue implicazioni economiche.

Il sistema bancario riceve i fondi dalla Banca Centrale, la quale addebita gli interessi e ne determina i tassi, dato che ha un potere di monopolio sull'emissione di moneta.

Variando i tassi di interesse ufficiali condiziona direttamente i tassi di interesse del mercato monetario e, indirettamente, quelli di prestito e di deposito, che sono fissati dalle banche ai loro clienti.

Anche le aspettative su future variazioni dei tassi di interesse ufficiali vanno a influenzare i tassi di interesse a medio e lungo termine. Questi ultimi, a loro volta, dipendono in parte dalle aspettative del mercato circa l'andamento futuro dei tassi a breve termine.

Per giunta, la politica monetaria è in grado di instradare le aspettative degli operatori economici sull'inflazione futura e, quindi, influire sull'andamento dei prezzi.

Dunque, le aspettative dei diversi gruppi di individui (intermediari finanziari, cittadini o imprenditori) dei prezzi in futuro sono diverse e assumono un ruolo di fondamentale importanza poiché vanno a determinare il loro modo di spendere, di investire e le loro decisioni di assumere prestiti.

Quando la Banca Centrale possiede un elevato grado di credibilità è in grado di mantenere salde le aspettative di stabilità dei prezzi. Di conseguenza, gli operatori economici sono portati a non mutare i loro prezzi in aumento o in riduzione, rispettivamente per il timore di un aumento dell'inflazione o della deflazione.

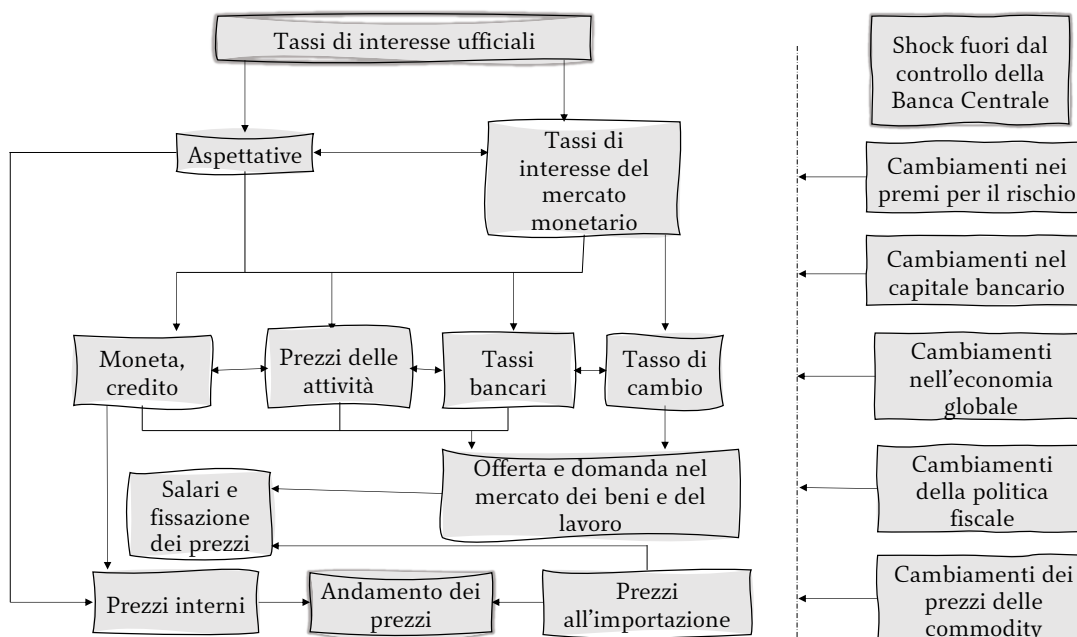
Le aspettative di mercato avviate dalle azioni della politica monetaria, insieme alle condizioni di finanziamento dell'economia, hanno un impatto che può portare ad aggiustamenti dei prezzi delle attività (ad esempio, i prezzi dei mercati azionari) e del tasso di cambio. In particolare, le variazioni del tasso di cambio influenzano in linea retta l'inflazione dal momento che i beni importati sono direttamente utilizzati nei consumi.

Nella determinazione della politica monetaria, le aspettative giocano un ruolo cruciale poiché quando la BCE valuta questo aspetto riesce a gestirla con un'ottica di lungo periodo cercando di non

sorprendere gli operatori economici con una politica espansiva inattesa. Così l'inflazione sarà meno propensa a incrementarsi e a dare vita a un circolo vizioso.

Per questa ragione è importante evitare la cosiddetta "incoerenza temporale" in base alla quale la politica monetaria è condotta giorno per giorno, con una prospettiva di breve periodo, che porta a risultati insoddisfacenti nel lungo andare.

Figura 18: meccanismo di trasmissione della politica monetaria



Fonte: rielaborazione dell'autrice dal sito ufficiale della Banca Centrale Europea

Le decisioni di risparmio o di investimento delle imprese e delle famiglie sono prese in base anche alle variazioni dei tassi di interesse; pertanto, un aumento di questi ultimi genererà una minore propensione alla contrazione dei prestiti per finanziare consumi o investimenti.

Inoltre, i consumi e gli investimenti dipendono anche dai movimenti dei prezzi delle attività, che a loro volta hanno un impatto sulla domanda aggregata.

Variazioni nei consumi e negli investimenti alterano il livello della domanda interna di beni e servizi rispetto alla connessa offerta. Un superamento della domanda sull'offerta induce una pressione al rialzo sui prezzi. Mutamenti della domanda aggregata possono condurre a condizioni più rigide o meno favorevoli sui mercati del lavoro e dei prodotti intermedi, andando a influenzare i prezzi e la fissazione dei salari.

I costi marginali delle banche al fine dell'ottenimento di finanziamenti esterni possono essere condizionati dalle variazioni dei tassi ufficiali, in base alle risorse proprie o del capitale bancario.

Questo mezzo, soprattutto in periodi di crisi finanziarie, è significativo nel momento in cui il capitale è più scarso e le banche raccolgono difficilmente capitali.

Il Consiglio direttivo della BCE, presieduto dal presidente stesso della BCE (attualmente Christine Lagarde) è responsabile della determinazione, nell'area euro, dei tassi di interesse di riferimento.

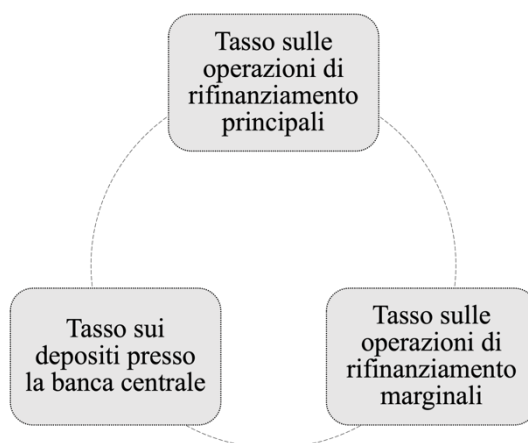
In particolare, agisce su tre tassi.

In primo luogo, fissa il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali (ORP) ovvero l'interesse pagato dalle banche alla BCE sui prestiti.

Secondariamente, determina il tasso sui depositi presso la Banca Centrale, cioè l'interesse percepito dalle banche sui loro depositi *overnight*²⁸.

Infine, stabilisce il tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale, ossia il tasso pagato dalle banche qualora prendano a prestito *overnight* dalla BCE. Tale tasso risulta superiore rispetto al tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali.

Figura 19: schema riassuntivo dei tre tassi di riferimento della BCE



Fonte: rielaborazione dell'autrice dal sito della BCE

Le decisioni di politica monetaria prese dal Consiglio direttivo si muovono da un lato su un approccio fondato sui dati visto l'elevato livello di incertezza, dall'altro sulle valutazioni delle prospettive di inflazione, basate su dati economici e finanziari e sulla dinamica dell'inflazione di fondo e la trasmissione della politica monetaria.

Le proiezioni macroeconomiche sono basate sulle aspettative dei mercati, che a loro volta si fondano sugli annunci di politica monetaria.

²⁸ Si tratta di un deposito bancario che deve essere estinto il primo giorno lavorativo successivo a quello in cui è stato contratto; la sua durata sarà pertanto di una sola notte (da cui il nome *over*, cioè "sopra", e *night*, che sta per "notte").

Se l'annuncio è credibile, completo e chiaro, allora le aspettative si muovono nella direzione auspicata dalla Banca centrale generando il cosiddetto "effetto Ulisse".²⁹

Nel momento in cui, invece, la BCE sceglie di perseguire una strategia in base alla quale non vengono introdotti i futuri tassi (come è avvenuto a partire dallo scorso luglio), si innesca l'incertezza, suscitando rischi di volatilità, il malaugurato "effetto Delfi".

La conseguenza di un approccio alla Delfi è che l'inflazione attesa peggiora e, allo stesso tempo, i costi economici della politica monetaria restrittiva si incrementano.

Per tutta la prima metà del 2022 non è stato ritenuto necessario un mutamento dei tre tassi di interesse di riferimento presi dalla BCE, ma successivamente è stata presa la decisione di innalzare tali valori di 50 punti base con effetto a partire dal 27 luglio, ponendo fine ai tassi negativi³⁰.

Tabella 3: evoluzione dei tre tassi di interesse di riferimento della BCE in punti base, con relative date in cui è stato messo in atto il provvedimento (aggiornato al 1° aprile 2023)

Data (con effetti da)	Tasso sui depositi presso la banca centrale	Tasso sulle operazioni di rifinanziamento principali	Tasso sulle operazioni di rifinanziamento marginale
27 lug 2022	0,00	0,50	0,75
14 set 2022	0,75	1,25	1,50
2 nov 2022	1,50	2,00	2,25
21 dic 2022	2,00	2,50	2,75
8 feb 2023	2,50	3,00	3,25
22 mar 2023	3,00	3,50	3,75

Fonte: elaborazione dati BCE

Questo provvedimento, affianco all'approvazione dello strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria (TPI)³¹ è stato mosso al fine del perseguimento dell'obiettivo,

²⁹ Da *il Sole24ore*, articolo di Masciandaro Donato "La Bce e l'affannosa corsa sul posto del criceto senza memoria", 16 marzo 2023.

³⁰ A partire dal 2014, la BCE ha introdotto la *Negative Interest Rate Policy* (NIRP), ovvero una politica di tassi di interesse negativi sui depositi bancari overnight con il fine di contrastare il rallentamento dell'economia. È proprio per questa ragione che, ad esempio, il tasso sui depositi presso la banca centrale il 27 luglio 2022 era a 0,00 punti base: dal 18 settembre 2019 fino al 26 luglio 2022 è stato pari a -0,50 punti base.

³¹ Il TPI (*Transmission Protection Instrument*) è uno strumento utilizzato dalla BCE per effettuare acquisti sul mercato secondario di titoli di Stato di tutti quei paesi che vedono deteriorare ingiustificatamente le loro condizioni di finanziamento. Le obbligazioni acquistate con l'assunzione di tale strumento riguardano fundamentalmente il settore pubblico. Si tratta essenzialmente di uno scudo anti-spread.

nonché ormai auspicato, ritorno ai livelli del 2% nel medio termine. In aggiunta, per contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione connessi alla pandemia si è continuato a fare affidamento sul *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP)³² messo in atto dal marzo 2020, un disegno volto a sostenere le imprese e gli operatori economici durante (e dopo) la crisi pandemica attraverso l’acquisto di titoli di stato dei membri UE. Nonostante a dicembre 2021 il Consiglio avesse annunciato l’interruzione nel marzo 2022 del programma osservando i progressi delle prospettive di inflazione e quelli riguardanti la crescita economica, nel momento in cui sarebbe dovuta avvenire la cessazione di tale strumento, è stato deciso di continuare l’acquisto netto dei titoli in vista della forte incertezza portata dall’invasione russa dell’Ucraina, annunciando l’estensione di tale programma fino almeno alla fine del 2024.

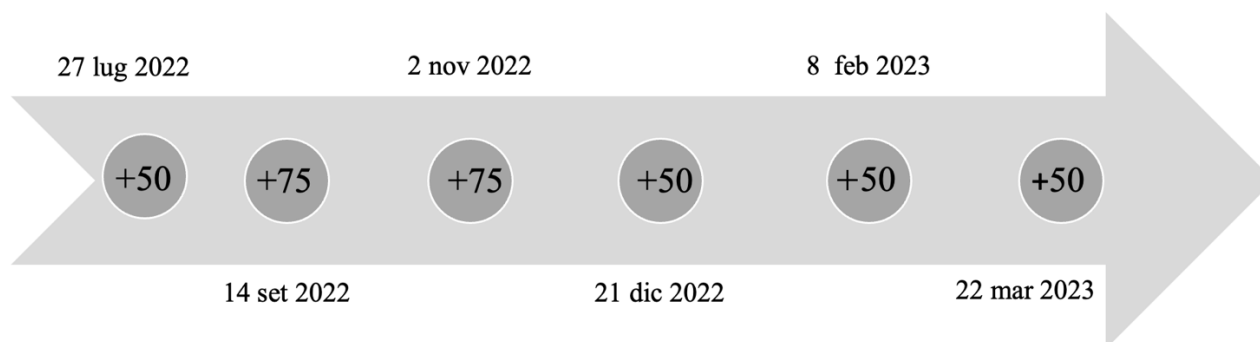
Inoltre, il Consiglio direttivo ha proseguito il reinvestimento del capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del Programma di Acquisto di Attività (PAA)³³. Tutto ciò ha dimostrato la grande flessibilità del Consiglio direttivo, nonostante il suo agire fosse stato classificato da molti come troppo “attendista”.

L’evoluzione delle variazioni dei tre tassi di interesse citati precedentemente ha seguito perlopiù un andamento irregolare, con vari e consecutivi rialzi di diversa intensità, a seguito delle riunioni e delle decisioni della BCE. Nella figura sottostante si evidenziano le date in cui sono stati attuati i provvedimenti e le rispettive variazioni in termini di punti base.

³² Lanciato nel 2020 per far fronte agli effetti della pandemia Covid-19, il PEPP, è un programma di *quantitative easing* costituito da acquisti di titoli del settore pubblico e privato che è stato rafforzato nel dicembre dello stesso anno.

³³ L’*Asset Purchase Programme* è un programma di *quantitative easing* con il quale la BCE acquista obbligazioni sovrane ed altre attività finanziarie del settore pubblico, obbligazioni societarie e titoli derivanti da cartolarizzazioni garantite al fine di aumentare la massa monetarie e, quindi, stimolare l’economia. Si tratta di una politica monetaria non convenzionale con la quale la BCE “crea moneta” attraverso operazioni di mercato aperto.

Figura 20: variazione assoluta in punti base dei tassi di interesse e relative date in cui è stato messo in atto il provvedimento (aggiornato al 1° aprile 2023)



Fonte: elaborazione dati BCE

In realtà, gli annunci di questi provvedimenti da parte della BCE sono stati giudicati “tardivi” rispetto a quanto messo in atto dalla FED, la quale nel luglio 2022 aveva aumentato già i tassi di interesse, tassi che si sono iniziati a incrementare negli Stati Uniti già a partire dal marzo. Una possibile giustificazione può risiedere nel fatto che non solo l’inflazione che ha dovuto affrontare l’area euro è stata di un tipo diverso rispetto a quella statunitense, ma anche e soprattutto perché, come hanno enfatizzato le autorità europee stesse, queste ultime devono lavorare in un’ottica che vada a tenere in considerazione l’architettura ancora incompleta dell’Eurozona³⁴. Ciò equivale a dire che la BCE nell’attuazione delle politiche monetarie deve tenere conto di molti fattori, cercando di trovare un punto di equilibrio per evitare eccessivi aumenti di *spread*, che genererebbero un sovraccarico dei debiti.

Il 19 gennaio 2023, la presidente della BCE, Christine Lagarde, al *World Economic Forum* di Davos, ha sottolineato la positività dei dati sostenendo che il 2023 “non sarà brillante ma sarà comunque molto meglio di quanto si temesse, il mercato del lavoro non è mai stato vivace come adesso”

³⁴ Con architettura incompleta ci si riferisce ad esempio alla mancanza di sviluppo e di adozione di politiche fiscali comuni. Di fatti, ogni Stato membro, di accordo con le istituzioni europee e le raccomandazioni della Commissione, elabora le proprie politiche fiscali, cercando di conciliare l’opposizione della BCE di fare indebitare ulteriormente gli stati già altamente indebitati, e la volontà di questi ultimi di ottenere maggiore consenso politico attraverso l’incremento del volume della spesa pubblica.

aggiungendo che “l’inflazione ha numeri ancora troppo alti: alla BCE valutiamo tutti gli elementi che la compongono ma da qualunque parte la si guardi, resta troppo elevata. Restiamo determinati a riportarla al 2% in maniera ordinata, abbiamo già alzato i tassi e rimarremo su questo percorso fino a quando non sarà scesa. Non vediamo un scoraggiamento delle aspettative, ma non possiamo rischiare”.³⁵ Perché come ha tenuto a precisare anche nel 2020, “Tempi straordinari richiedono azioni straordinarie. Il nostro impegno per l’euro non ha limiti”. Basti ricordare l’introduzione del *Next generation Eu*, lo strumento volto ad aiutare i paesi membri dell’Unione Europea alla ripresa post-pandemia mediante ingenti investimenti. Il *focus* è sulla transazione ecologica, quella digitale, la stabilità macroeconomica e l’equità, ad ognuno del quale è stata poi affiata una differente quota di spesa.

3.2 Politiche di contenimento dei prezzi dell’energia in Italia

Nonostante la massiccia riduzione avvenuta nel corso del 2020 per via della pandemia Covid-19, i prezzi dell’energia e delle materie prime, nel 2022, sono stati sottoposti a notevoli aumenti a cause delle difficoltà riscontrate nelle filiere di approvvigionamento.

Già dal 2021 era iniziato un periodo di uscita dalle varie misure messe in atto per contrastare gli effetti dei contagi; tuttavia, il Governo italiano ha dovuto affrontare la nuova sfida dei rincari energetici per intervenire a sostegno delle famiglie e delle imprese, rincari ulteriormente saliti a seguito dell’invasione russa dell’Ucraina.

Benché si auspicasse a una crisi transitoria, gli effetti si sono protratti anche nel lungo periodo, creando la necessità di interventi sempre più frequenti.

I provvedimenti che si sono susseguiti nel corso del 2022 sono stati molteplici: alcuni diretti, con lo scopo di contenere i prezzi energetici del gas, elettricità e carburanti; altri indiretti per tutelare il potere d’acquisto delle famiglie e aiutare le imprese.

L’indebitamento avrebbe potuto portare a un peggioramento del saldo di bilancio; tuttavia, questa eventualità non si è verificata poiché gli effetti di tale indebitamento sono stati coperti dagli scostamenti approvati dal Parlamento e dall’aumento delle entrate fiscali (derivanti dalla migliore

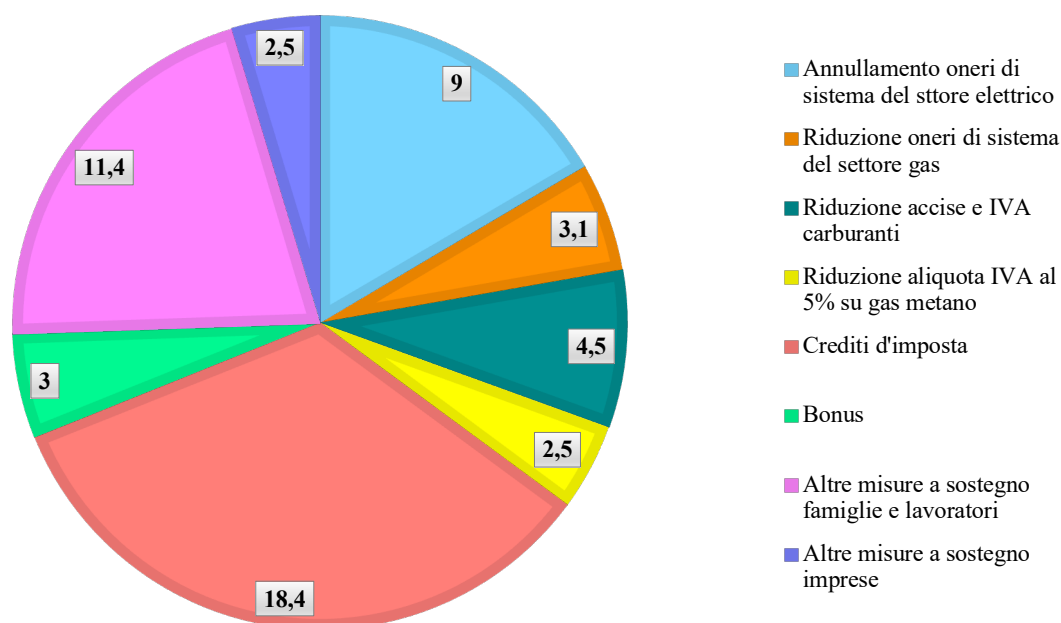
³⁵Da *il Sole24ore*: <<https://www.ilsole24ore.com/art/lagarde-recessione-contenuta-ma-inflazione-resta-alta-determinati-ad-agire-AE8UwCYC>>, 19 gennaio 2023.

dinamica dell'economia, dall'alta inflazione e dalla tassazione degli extra-profitti delle imprese energetiche).

In termini quantitativi, nel 2022, l'indebitamento netto è stato pari a 54,4 miliardi di euro.

L'allocazione di questa somma è stata variegata, in modo da intervenire in maniera decisiva e mirata. Nello specifico, risulta che la maggior parte delle risorse stanziato siano state destinate esclusivamente per il sostegno delle imprese, il restante per il beneficio delle famiglie e un'ultima restante parte per entrambe (a favore congiuntamente sia delle prime che delle seconde).

Figura 21: allocazione in miliardi di euro del piano di aiuti italiano per il 2022



Fonte: elaborazione dati Confindustria

È avvenuto un annullamento degli oneri generali di sistema del settore elettrico e ridotti quelli per il settore del gas. In totale, per questi provvedimenti sono stati assegnati oltre 12 miliardi di euro, quindi il 22,2% del totale delle risorse stanziato.

Invece, 18,4 miliardi (il 33,8% del totale) sono stati attribuiti per il riconoscimento dei crediti d'imposta per le imprese con il fine di andare a compensare l'aumento dei costi per l'acquisto dei prodotti energetici (elettricità e gas); 10,1 miliardi sono stati destinati alle imprese dell'energia e del gas; una parte minore dei contributi sono stati riconosciuti anche alle imprese dei vari settori quali autotrasporto, agricoltura e pesca.

Circa l'8% del totale è stato ripartito per la riduzione di IVA e accise per i carburanti (4,5 miliardi); il 4,6% dei 54,4 miliardi di euro, invece, per la riduzione dell'aliquota IVA al 5% sul gas naturale (per un importo di 2,5 miliardi).

Con il fine di contrastare la povertà sono stati impiegati 3 miliardi di euro (il 5,5% del totale) per il rafforzamento dei bonus sociali, l'introduzione di buoni carburante per i lavoratori privati e di bonus per gli abbonamenti al trasporto pubblico.

Allo scopo di sostenere il potere d'acquisto delle famiglie e dei lavoratori il 21% dei 54,4 miliardi sono stati impegnati per vari provvedimenti: l'indennità una *tantum* pari a un importo di 200 euro per i lavoratori dipendenti, autonomi e domestici, pensionati, liberi professionisti, percettori di NASPI, per i destinatari di indennità di disoccupazione e di reddito di cittadinanza. Queste misure di sostegno sono contenute nel cosiddetto "Decreto aiuti" (D. L. n. 50/22).

Nell'aggregato che comprende le altre misure a sostegno delle imprese (2,5 miliardi di euro) sono ricompresi il rifinanziamento Fondo di Garanzia PMI e garanzie ISMEA, strumenti utilizzati per garantire la liquidità e dare impulso alla riconversione industriale e agli investimenti in materia energetica.

Tabella 4: data e relativi provvedimenti con valori in miliardi di euro

Data	Provvedimento	Miliardi di euro
30 dicembre	Legge di Bilancio 2022	3,8
27 gennaio	DL 4/22, Sostegni ter	1,7
1° marzo	DL 17/22, Energia	6,7
21 marzo	DL 21/22, Ucraina	2,8
2 maggio	DL 38/22	2,3
17 maggio	DL 50/22, Aiuti	11,4
9 agosto	DL 115/22, Aiuti bis	11,5
23 settembre	DL 144/22; Aiuti ter	14,1
Totale		54,4

Fonte: elaborazione dell'autrice sul rapporto di Confindustria

I vari interventi adottati dal governo italiano sono stati molteplici.

In particolare, sia la legge di bilancio 2020 che il D.L. n. 21/22 (poi divenuto L. n. 51/2022) sono stati gli strumenti utilizzati per intervenire sulla rateizzazione delle bollette energetiche, rispettivamente per i clienti finali domestici e per le imprese. La prima ha disposto che, nel periodo tra gennaio 2022 e fine giugno 2022, in caso di inadempimento da parte dei clienti finali di energia elettrica e di gas naturale del pagamento delle fatture emesse, gli esercenti la vendita devono offrire al suddetto cliente un piano di rateizzazione di durata non superiore a dieci mesi. Il Decreto-legge, ha previsto la possibilità per le imprese con sede in Italia di richiedere ai relativi fornitori di energia elettrica e gas naturale la rateizzazione degli importi per i consumi energetici per il periodo tra maggio e giugno 2022 per un numero massimo di rate mensili non superiore a 24³⁶. Inoltre, questo provvedimento ha previsto anche l'estensione del bonus sociale e, a favore delle imprese, l'incremento del Fondo di Garanzia PMI.

L'annullamento degli oneri generali di sistema, il riconoscimento dei crediti d'imposta per le imprese energetiche, gasivore e per il settore dell'autotrasporto, la riduzione dell'IVA sulle utenze del gas e la conferma del bonus sociale sono state le misure prorogate con precedenti provvedimenti legislativi, poi concretizzate con il D.L. 17/22 (il cosiddetto "Energia").

Il D. L. n. 4/22 (cosiddetto "Sostegni ter") ha esteso anche alle utenze non domestiche a medio/alta tensione la possibilità di beneficiare dell'azzeramento degli oneri generali di sistema per quanto concerne il settore elettrico, riconoscendo alle imprese ad alto consumo energetico un contributo straordinario, sotto forma di credito d'imposta.

Il 2 maggio è stato poi emanato il D. L. 38/22 con cui si è protratta la riduzione delle aliquote dell'accisa sui carburanti fino all'8 luglio.

Il D.L n. 50/22, successivamente modificato dal D.L. n. 144/22 ("Aiuti ter") faceva riferimento alla facoltà di SACE S.p.A.³⁷ di concedere (fino al 31 dicembre 2022) garanzie a banche e istituzioni finanziarie nazionali, internazionali e tutti i soggetti abilitati all'esercizio del credito in Italia per finanziamenti, sotto qualsiasi forma, alle imprese con sede in Italia, particolarmente afflitte dagli effetti economici conseguenti la guerra tra Russia e Ucraina³⁸. Inoltre, lo stesso decreto, prevede anche la prestazione a titolo gratuito delle garanzie della SACE per il pagamento delle bollette per i

³⁶ Dal sito del Parlamento italiano: <https://temi.camera.it/leg18/temi/le-misure-adottate-contro-i-rincari-dei-prezzi-energetici.html>, 26 settembre 2022.

³⁷ La SACE S.p.A. è una società per azioni controllata dal Ministero dell'economia e delle finanze specializzata nel sostegno delle imprese italiane (in particolare le PMI) nel settore assicurativo-finanziario.

³⁸ <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2022;144>

mesi di ottobre, novembre e dicembre 2022³⁹. In aggiunta, ha previsto la possibilità di accesso a condizioni agevolate al Fondo di Garanzia PMI, con lo scopo di sostenere il pagamento delle fatture per consumi energetici emesse nell'ultimo trimestre del 2022.

Il D. L. n. 115/22 (cosiddetto “Aiuti bis”), nello specifico l'articolo 3, prevede la sospensione fino al 30 aprile 2023 dell'efficacia di ogni eventuale clausola contrattuale che consente all'impresa fornitrice di energia elettrica e gas naturale di modificare in maniera unilaterale le condizioni generali di contratto relative alla definizione del prezzo, benché sia valido dal punto di vista contrattuale il diritto di recesso alla controparte⁴⁰. Questo decreto, convertito poi in legge il 20 settembre, ha stanziato 10 miliardi di euro al fine di azzerare gli oneri generali di sistema per il settore elettrico, la riduzione di quelli per il gas, l'aliquota al 5% per le somministrazioni di gas, l'aumento dei crediti di imposta per le imprese, la riduzione di accise e IVA sui carburanti, l'estensione del bonus sociale e di quelli del trasporto. Inoltre, sono state introdotte delle norme relative al welfare aziendale e alle pensioni.

Per quanto riguarda le implicazioni sul già esistente PNRR (Piano Nazionale di Ripresa e Resilienza) ossia il programma di gestione dei fondi derivanti dal *Next generation Eu* per la ripresa e il rilancio economico dopo la crisi sanitaria globale, viene sottolineato anche dall'attuale ministro dell'Economia e della Finanza (Giorgetti), che il programma deve essere rivalutato alla luce dei recenti avvenimenti e effetti della guerra russo ucraina, visto che quel piano era stato scritto nel momento precedente lo scoppio del conflitto, in cui le esigenze erano diverse e in cui, di certo, non si prospettava un'inflazione così galoppante⁴¹.

Il governo, sfruttando al massimo la coesione e unendo le forze per il raggiungimento della stabilità economica, riuscirà a far fronte a uno scenario sempre più incerto?

3.3 Prospettive future

Nonostante il clima di sfiducia nei confronti dell'area euro maturato allo scoppio della guerra, un anno dopo, risulta un'entrata nel 2023 dell'economia dell'UE in condizioni migliori di quanto si era prospettato nell'ultimo trimestre dello scorso anno. Dai dati intermedi invernali disponibili

³⁹ Da “Garanzia SupportItalia su finanziamenti- Manuale operativo v. 2.0; Emergenza Conflitto Russia Ucraina” del 12 gennaio 2023 <https://www.sace.it/docs/default-source/prodotti/garanzia-supportitalia/garanzie-finanziamenti/manuale-operativo.pdf?sfvrsn=e41c44b9_4>

⁴⁰ <https://www.normattiva.it/uri-res/N2Ls?urn:nir:stato:decreto.legge:2022;115>

⁴¹ Da *il Sole24ore*: <<https://stream24.ilsole24ore.com/video/italia/pnrr-giorgetti-va-valutato-sua-realizzabilita-non-bisogna-dimenticare-scoppio-guerra/AETSMdCD>>, 1° aprile 2023.

nell'*European Economic Forecast* redatto dalla Commissione Europea, si evince un miglioramento delle prospettive per il 2023, con una crescita fino allo 0,8% nell'UE e fino allo 0,9% nell'area euro, ovvero rispettivamente di 0,5 e 0,6 punti percentuali in più rispetto a quanto previsto in autunno⁴².

La recessione tecnica preannunciata sembrerebbe, quindi, scongiurata.

Viste le *performance* superiori alle aspettative che hanno contraddistinto il 2022, le prospettive di crescita per l'anno corrente sono di gran lunga migliorate.

Al momento i livelli di stoccaggio del gas si trovano al di sopra della media stagionale degli ultimi anni. Questo aspetto, affiancato alla riduzione dei prezzi del gas all'ingrosso rispetto ai livelli pre-conflitto, è stato possibile grazie alla diversificazione inarrestabile delle fonti di approvvigionamento e alla forte contrazione dei consumi.

Per il 2022 nell'area euro e nell'UE il tasso di crescita annuo è stato stimato al 3,5%. Inoltre, il tasso di disoccupazione è permaso al suo minimo storico (6,1%) fino alla fine del 2022.

Le analisi di gennaio evidenziano l'impossibilità di una contrazione dell'attività economica nel primo trimestre del 2023.

Se da un lato vi sono forti elementi positivi, quali l'aumento della fiducia, non mancano quelli negativi.

In particolare, ad accusare maggiormente della situazione dell'anno appena passato sono i consumatori e le imprese, che risentono tutt'oggi dell'inflazione di fondo (che è continuata a crescere a gennaio), dovendo fare i conti con i costi energetici ancora elevati.

Le pressioni inflazionistiche ancora persistenti gravano sull'attività delle imprese e frenano gli investimenti, sintomi della stretta monetaria che si dovrebbe protrarre.

Se da un lato il 2023 non ha affatto deluso le aspettative facendo registrare tassi di crescita migliori rispetto a quelli prospettati, per il 2024 la crescita dovrebbe rimanere invariata, all'1,6% nell'UE e all'1,5% nella zona euro.

Le previsioni autunnali dell'inflazione sono state soddisfatte visto che per tre mesi consecutivi si è assistito a una moderazione complessiva, indice di un superamento del picco. Altrettanto non si può dire per l'inflazione di fondo, che non ha ancora raggiunto tale vertice.

⁴² Lo scenario formulato si basa sull'ipotesi che la guerra tra Russia e Ucraina si protragga per tutto l'arco temporale preso come riferimento, ma che comunque non si intensifichi. Per altro le previsioni intermedie presuppongono tassi di cambio, di interesse e prezzi delle materie prime risalenti al 27 gennaio 2023, mentre per gli altri dati (ipotesi sulle politiche governative) si tiene conto delle informazioni disponibili fino al 1° febbraio incluso. I dati presenti e riportati in questo paragrafo sono presi dalle previsioni invernali pubblicate dalla Commissione Europea.

Ne risulta che le previsioni di inflazione sono state riviste lievemente al ribasso rispetto a quanto prospettato in autunno. Questo risultato è essenzialmente il riflesso dell'andamento del mercato dell'energia.

Come si può osservare il quadro di riferimento è estremamente incerto, ma i rischi per la crescita sono bilanciati. Qualora le riduzioni recenti dei prezzi del gas all'ingrosso dovessero influenzare maggiormente i prezzi al consumo e i consumi stessi risultassero più resilienti, si potrebbe assistere a un aumento imprevisto della domanda interna.

Tabella 5: percentuale di variazione rispetto al precedente anno del PIL in volume

	Inverno 2023			Autunno 2022		
	Previsioni intermedie			Previsioni		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Area euro	3,5%	0,9%	1,5%	3,2%	0,3%	1,5%
Francia	2,6%	0,6%	1,4%	2,6%	0,4%	1,5%
Spagna	5,5%	1,4%	2,0%	4,5%	1,0%	2,0%
Germania	1,8%	0,2%	1,3%	1,6%	-0,6%	1,4%

Fonte: elaborazione dell'autrice sui dati del rapporto di previsione della BCE, inverno 2023 (Institutional paper 194)

Dalla tabella si osserva, come precedentemente accennato, la previsione di un aumento annuale del PIL per l'area euro dello 0,9% per questo 2023. L'economia dell'UE, nel complesso, dovrebbe continuare a ristagnare nel primo trimestre dell'anno, invece di contrarsi come previsto in autunno. Via via che l'inflazione allenterà gradualmente la sua presa sull'economia, la crescita dovrebbe aumentare lievemente in primavera. Si prevede una riduzione del divario tra i salari e la crescita dei prezzi e questo provocherà un rallentamento del ritmo di contrazione del reddito disponibile reale. Ciò è comunque destinato a essere parzialmente compensato dal progressivo ritiro delle misure di sostegno fiscale.

Per il 2024, invece, si prospetta una crescita dell'1,5% nell'area euro, che risulta immutata rispetto alle previsioni di autunno. I consumi privati sono destinati a rimbalzare per la frenata dell'inflazione. Inoltre, l'aumento della domanda interna ed esterna dovrebbe sostenere una ripresa più robusta degli investimenti e delle esportazioni, anche grazie all'aggiustamento progressivo rispetto allo shock

dell'offerta. Entro la fine dell'orizzonte di previsione (cioè il quarto trimestre del 2024), il volume della produzione, stando ai dati disponibili, dovrebbe essere quasi dell'1% superiore rispetto alle previsioni autunnali.

Come si evince dalle stime, è ancora molto marcata l'eterogeneità tra gli stati membri. In tutti i paesi presi come riferimento è evidente una sottostima in autunno delle previsioni di crescita del PIL per il 2023, comparata alle previsioni intermedie di inverno.

Tabella 6: IPCA (percentuale di cambiamento rispetto all'anno precedente)

	Inverno 2023			Autunno 2022		
	Previsioni intermedie			Previsioni		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
Area euro	8,4%	5,6%	2,5%	8,5%	6,1%	2,6%
Francia	5,9%	5,2%	2,5%	5,8%	4,4%	2,2%
Spagna	8,3%	4,4%	2,3%	8,5%	4,8%	2,3%
Germania	8,7%	6,3%	2,4%	8,8%	7,5%	2,9%

Fonte: elaborazione dell'autrice sui dati del rapporto di previsione della BCE, inverno 2023, (Institutional paper 194)

Nell'ultimo trimestre del 2022, l'inflazione è stata lievemente più debole di quanto si stimava. Fondamentalmente questa "sorpresa" è stata scaturita da un'inflazione energetica più bassa del previsto. Infatti, per la fine del 2022 l'inflazione energetica nell'area euro è decisamente scesa, rispetto al picco di marzo.

Comunque, l'inflazione totale è continuata a decrescere all'inizio del 2023, fermo restando che i *trend* osservati negli ultimi mesi del 2022 sembrerebbero persistere.

Il recente calo sostanziale dei prezzi delle materie prime energetiche, accostato a un euro più forte e a condizioni di finanziamento più rigorose, contribuiranno a ridurre gradualmente l'inflazione nel corso del 2023. In particolare, l'inflazione energetica si attenuerà sempre di più. Per la prima metà dell'anno, il continuo calo dei prezzi del petrolio probabilmente guiderà l'inflazione del carburante per i trasporti in negativo.

Inoltre, l'impatto della riduzione dei prezzi del gas all'ingrosso è destinato a salire progressivamente. In molti Stati membri tuttavia, questo impatto, dovrebbe essere attenuato dal fatto che la trasmissione di precedenti aumenti dei prezzi all'ingrosso è ancora lungi dall'essere completata.

Ciò deriva dai ritardi di trasmissione a vari livelli, tra cui l'adeguamento da parte delle autorità nazionali di regolamentazione.

L'inflazione dei prodotti alimentari e dei beni è destinata a rallentare, mentre l'inflazione dei servizi dovrebbe rimanere elevata. La prima riduzione anzidetta, si potrebbe ottenere a seguito della graduale stabilizzazione osservata dei prezzi dei prodotti alimentari alla produzione agricola insieme alla diminuzione dei prezzi all'ingrosso dell'energia. Per contro, l'inflazione dei servizi, sostenuta dall'aumento dei salari, dovrebbe attenuarsi solo gradualmente.

In un contesto di crescita economica moderata e di politica monetaria restrittiva, l'inflazione di base dovrebbe rallentare anche nell'orizzonte di previsione.

Queste prospettive sono in gran parte coerenti con le aspettative di inflazione basate sul mercato, che non hanno provocato sorprese rilevanti per l'inflazione, stabilizzandosi specialmente quelle di breve periodo.

Focalizzandosi sull'Italia, il Documento di Economia e Finanza (DEF)⁴³ del 2023, prevede per il 2023 un aumento del PIL dello 0,9% (all'1% nel quadro programmatico), dato rivisto al rialzo rispetto a quanto attestato nel Documento Programmatico di Bilancio (DPB) di novembre, in cui era previsto un aumento dello 0,6% (quindi di 0,3 punti percentuali in meno rispetto al documento di aprile 2023). Per il 2024 è prevista una crescita del PIL tendenziale dell'1,4% (1,5% programmatico), stima rivista al ribasso rispetto all'1,9% di novembre. La crescita rispettivamente per il 2025 e il 2026 è prefigurata all'1,3% (in linea con quanto attestato nel DPB) e all'1,1% (frenata dovuta a prassi metodologiche armonizzate per l'UE)⁴⁴.

Per quanto concerne la pressione fiscale, il DEF prevede un graduale allentamento, con un passaggio dal 43,3% del 2023 al 42,7% entro il 2026⁴⁵.

⁴³ Il DEF (Documento di Economia e Finanza) costituisce il principale strumento della programmazione economico-finanziaria in Italia ed è previsto dalla legge di contabilità e finanza pubblica (legge 31 dicembre 2009, n.196). Il documento è preposto dal governo, presentato e, successivamente, approvato dal parlamento. Nel DEF vengono aggiornate le previsioni relative al quadro macroeconomico e al quadro di finanza pubblica a politiche invariate e a legislazione vigente e sono definiti gli obiettivi programmatici macroeconomici e di finanza pubblica, nonché l'articolazione degli interventi necessari per aggiustare gli andamenti tendenziali allo scenario programmatico (Treccani).

⁴⁴ Per il 2025 e il 2026 le percentuali di crescita del PIL tendenziale sono le stesse del quadro programmatico.

⁴⁵ La previsione macroeconomica tendenziale è stata validata dall'Ufficio Parlamentare di Bilancio (UPB) con nota del 7 aprile 2023.

Inoltre, nel DEF, si sottolinea che “A fronte di una stima di deficit tendenziale per l’anno in corso pari al 4,35% del PIL, il mantenimento dell’obiettivo di deficit esistente (4,5%) permetterà di introdurre, con un provvedimento di prossima attuazione, un taglio dei contributi sociali a carico dei lavoratori dipendenti con redditi medio-bassi di oltre 3 miliardi a valere sull’anno in corso”. Il fine di questo provvedimento è il sostegno del potere d’acquisto delle famiglie, che concorrerà al controllo della crescita salariale la quale, altrimenti, potrebbe condurre alla pericolosa spirale salari-prezzi.

Nel 2022 il rapporto debito/PIL è risultato dell’1,3% inferiore (pari al 144,4%) rispetto a quanto prospettato dal DPB lo scorso novembre. Il quadro previsto, in linea con gli obiettivi indicati nello scenario programmatico, vedrà una graduale discesa che partirà dal 2023 (con il raggiungimento del 142,1%), continuerà nel 2024 (arrivando al 141,4%), fino a raggiungere il 140,4% nel 2026. Il Ministero dell’Economia e delle Finanze (MEF) sostiene che “Tuttavia, non possono essere ignorati gli effetti di riduzione del rapporto debito /PIL che si sarebbero potuti registrare se il super bonus non avesse avuto gli impatti sui saldi di finanza pubblica che sono stati finora registrati”.

Il tasso di disoccupazione è previsto in crescita per il 2023 del 7,7% (lo stesso del programmatico); per il 2024, 2025 e 2026 si prefigura rispettivamente un aumento del 7,5%, 7,4% e 7,2%, gli stessi valori del quadro programmatico.

Nella nota sul DEF si sottolinea che il PNRR non deve essere l’unico strumento utilizzato per rendere l’Italia più dinamica, innovativa e inclusiva; la nuova sfida, che può essere estesa anche all’Europa, sarà l’investimento per rafforzare la capacità produttiva nazionale, affianco a una visione più a lungo termine rispetto al Piano in modo da intervenire prontamente e creare condizioni adeguate al fine di evitare nuovamente l’intensificazione dell’inflazione⁴⁶.

“La prudenza di questo documento è ambizione responsabile. Abbiamo davanti a noi grandi sfide, dai cambiamenti climatici al declino demografico della popolazione, ma anche notevoli opportunità di aprire una nuova fase di sviluppo” così commenta Giancarlo Giorgetti, ministro dell’economia e delle finanze, il DEF approvato dal Consiglio dei ministri.

Riferendoci nuovamente al quadro economico europeo, nonostante l’incertezza risulti evidente, i rischi per la crescita sono equilibrati. I pericoli per l’inflazione rimangono connessi ai mercati dell’energia. Nel 2024 nell’area euro, come si prevede, l’inflazione dovrebbe continuare a crescere dal momento che le pressioni sui prezzi si prospettano in crescita e più consolidate del previsto,

⁴⁶ Da articolo *il Sole24ore*: <<https://www.ilsole24ore.com/art/al-via-cdm-def-2023-AEWST7FD>>, 11 aprile 2023.

soprattutto qualora i salari dovessero stabilizzarsi su livelli superiori alla media per un periodo di tempo prolungato.

A livello globale le prospettive di crescita, secondo le previsioni dell'OCSE⁴⁷, sembrerebbero aumentate, risultando pertanto uno scenario meno pessimistico.

Le più recenti stime di marzo dell'OCSE prevedono una crescita globale del 2,6% nel 2023 (con un rialzo dello 0,4% rispetto alle previsioni di novembre) e al 2,9% nel 2024 (in aumento dello 0,2% rispetto ai dati di novembre). Per quanto riguarda l'inflazione, l'OCSE la prefigura al 5,9% per i paesi del G20⁴⁸ (stima ridotta dello 0,1% rispetto al precedente *outlook*) e al 4,5% per il 2024 (lo 0,1% in meno).

Per gli Stati Uniti, il tasso di crescita è stato rivisto per il 2023 all'1,5% (un aumento dello 0,5%) e ritoccato al ribasso nel 2024 allo 0,9% (una riduzione dello 0,1%)⁴⁹.

Lo scenario rimane comunque incerto, e ciò è sottolineato anche dal Fondo Monetario Internazionale (FMI)⁵⁰ sostenendo l'esistenza di fattori che influenzano queste previsioni, che rimangono pertanto orientate verso il ribasso. I fattori negativi sono diversi: l'incertezza sulla ripresa cinese dopo l'improvvisa riapertura, l'inflazione marcata, l'evoluzione del conflitto russo-ucraino e le possibili reazioni avverse dei mercati finanziari. Di converso, spiccano anche alcuni elementi positivi, quali la solidità della situazione economica dei nuclei familiari, il miglioramento del mercato del lavoro che sta acquistando consistenza, l'attenuamento dei colli di bottiglia delle catene di approvvigionamento, i cambiamenti climatici e il potenziamento degli investimenti nell'ambito delle tecnologie *green*.

⁴⁷ L'OCSE è l'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico. Si tratta di un'Organizzazione internazionale che agisce con il fine di creare politiche migliori per una vita migliore. L'obiettivo di questa è la promozione di politiche che vadano ad incentivare la prosperità, l'uguaglianza, l'opportunità ed il benessere per tutti. L'Organizzazione opera da quasi 60 anni e collabora con i governi, i responsabili delle politiche pubbliche e i cittadini per affrontare le sfide sociali, economiche ed ambientali mediante l'elaborazione di soluzioni basate sui dati fattuali.

⁴⁸ Il G20 è il principale forum di cooperazione economica e finanziaria al mondo. I suoi membri (Argentina, Australia, Brasile, Canada, Cina, Francia, Germania, Italia, India, Indonesia, Giappone, Messico, Repubblica di Corea, Russia, Arabia Saudita, Sud Africa, Turchia, Regno Unito, Stati Uniti, Unione europea), congiuntamente, costituiscono circa il 90% del PIL mondiale, l'80% del commercio mondiale e i due terzi della popolazione mondiale, circa il 60% dei terreni coltivabili e l'80% circa del commercio dei prodotti agricoli a livello mondiale.

⁴⁹ Il Conference Board (un'organizzazione no-profit che effettua ricerche all'avanguardia per aiutare le aziende leader a livello mondiale a prendere decisioni consapevoli sulla base delle previsioni e dei dati affidabili forniti dall'organizzazione stessa) prevede un allentamento della crescita del PIL reale allo 0,7% per il 2023, per poi salire nel 2024 allo 0,8%. (Fonte: sito ufficiale <https://www.conference-board.org/about/us>)

⁵⁰ Il Fondo Monetario Internazionale ha sede a Washington ed è un'istituzione internazionale che ingloba membri di 190 paesi. La finalità dell'organizzazione è quella di promuovere la stabilità economica e finanziaria perseguendo diversi obiettivi (alcuni tra questi sono l'incentivazione della cooperazione monetaria internazionale, il sostegno per l'espansione del commercio internazionale, il supporto agli stati membri nei momenti di difficoltà della loro bilancia dei pagamenti attraverso risorse del Fondo).

Viene sottolineato dal Fondo Monetario Internazionale (FMI) che “La crescita rimarrà debole rispetto agli standard storici poiché la lotta contro l'inflazione e la guerra della Russia in Ucraina continueranno a pesare sull'attività. Nonostante questi venti contrari, le prospettive sono meno cupe rispetto alle nostre previsioni di ottobre e potrebbero rappresentare un punto di svolta, con la crescita che tocca il fondo e l'inflazione che torna a scendere”.

Conclusioni

Alla luce dell'analisi appena svolta, emerge in maniera evidente come il conflitto tra Russia e Ucraina abbia avuto notevoli effetti economici e, in particolare, sull'andamento dell'inflazione. Quest'ultima, già incrementatasi prima dell'invasione della Russia in Ucraina, spinta dalle strozzature dal lato dell'offerta e dall'aumento della domanda, ha avuto un incremento esponenziale a causa dello shock sui prezzi delle materie prime energetiche.

I paesi europei sono stati i più colpiti in ragione della maggiore dipendenza dal gas naturale russo e da alcune commodity alimentari. Infatti, lo shock inflazionistico non ha riguardato esclusivamente il settore energetico dal momento che l'Ucraina è tra i maggiori esportatori di prodotti agroalimentari.

Negli Stati Uniti il conflitto ha avuto un peso minore, per cui i prezzi delle risorse energetiche sono aumentati in misura meno accentuata. Infatti, nel contesto statunitense si fa riferimento a un'inflazione da domanda ben consolidata nell'economia, nella quale assume un peso considerevole la componente domestica derivante dall'offerta inferiore alla domanda. Al contrario, nell'area euro si tratta di un'inflazione da offerta, ossia scaturita da fattori riguardanti l'offerta dei beni e dei servizi i cui prezzi sono aumentati a seguito dell'incremento dei listini delle principali materie prime.

Dall'esame dell'inflazione *core*, cioè quella al netto delle componenti energetiche e alimentari, si è rilevato come quasi la metà dell'inflazione europea possa essere spiegata dall'aumento dei costi dell'energia e delle materie prime, toccando, pertanto, in misura notevolmente minore l'economia statunitense.

Lo studio condotto sul tasso di disoccupazione sembrerebbe evidenziare la relazione inversa esistente tra lo stesso e l'inflazione, in base a quanto sostenuto dalla teoria di Phillips. Di fatti, è stata evidente una tendenza al ribasso dell'indicatore nei periodi di elevata inflazione.

Soffermandosi sul quadro europeo, la Germania è stata tra i paesi con la peggiore performance per via della forte dipendenza dal gas russo e dalle esportazioni, situazione che ha pregiudicato soprattutto le aziende tedesche, e per colpa dei blocchi produttivi della Cina, proprio uno dei suoi più grandi partner commerciali.

La Spagna ha raggiunto tassi di inflazione molto alti, che hanno iniziato ad attenuarsi solo a fine anno grazie al calo dei prezzi dei carburanti e del gas.

Differentemente, la Francia, ha risentito in misura minore dell'aumento dei prezzi dei prodotti energetici, poiché gode del nucleare all'interno delle sue risorse.

L'Italia, nonostante lo scenario, è riuscita a incrementare le esportazioni non solo grazie alla sua presenza nel mercato statunitense (e alla rilevanza ricoperta sul totale dell'export italiano stesso), ma anche per il notevole deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro USA che ha reso più favorevoli le vendite fuori dall'area euro. Comunque, è risultata molto colpita dal rincaro dei prezzi, tenuto conto che il livello di inflazione registrato nel picco del 2022 si è rivelato il più alto mai raggiunto dal 1985. Grazie ai provvedimenti della BCE si è cercato di riportare l'inflazione al livello obiettivo del 2% nel medio termine. In particolare, la Banca Centrale Europea ha adottato una politica monetaria modificando al rialzo i tre tassi di interesse di riferimento al fine di agire concretamente sui prezzi, la cui stabilità è prioritaria per la stessa. Le aspettative giocano un ruolo importante in questo contesto, proprio come formulato dalla teoria di Lucas sulla razionalità delle aspettative degli operatori economici.

Quando le strategie però non risultano ben delineate, si innesca l'incertezza foriera di rischi di volatilità dei tassi d'interesse e primo imputato dell'aumento dell'inflazione, l'infausto "effetto Delfi".

In Italia, i provvedimenti non hanno riguardato solo il contenimento dei prezzi energetici del gas, elettricità e carburanti, ma sono stati diretti anche ad aiutare le famiglie e le imprese.

Per concludere, il conflitto ha notevolmente affievolito la fiducia nei confronti dell'area euro; tuttavia, il periodo tra l'inizio e la metà del 2023 è stato più positivo di quanto previsto a fine 2022.

Lo scenario che appare è incerto e bisogna agire con la massima prudenza al fine di promuovere la crescita e far rifiorire l'economia.

Riferimenti bibliografici

Banca Centrale Europea, Bollettino economico n.6/2022

Banca Centrale Europea, Comunicati stampa (2022-2023)

Banca Centrale Europea, Key ECB interest rates (scaricato il 06/03/2023)

Commissione Europea, *European Economic Forecast Winter 2023 (institutional paper 194-February 2023)*

Confindustria, Rapporto di previsione “Economia italiana ancora resiliente a incertezza e shock?”
Autunno 2022

Congiuntureref., Lo shock energetico condiziona il quadro economico del 2022, 8 febbraio 2022

Eurostat, Euroindicators 136/2022 – 7 December 2022

Eurostat, Euroindicators 139/2022 – 16 December 2022

International Monetary Fund, *World Economic Outlook, April 2023*

Intesa Sanpaolo, Macroeconomic implications of the Russian invasion of Ukraine di Luca Mezzomo (28 febbraio 2022)

ISTAT, Rapporto annuale 2022 “La situazione del paese”

Ministero dell’economia e delle finanze, Documento di Economia e Finanza (DEF) , sezione II –
Analisi e Tendenze della finanza pubblica, 11 aprile 2023

OCSE, “*Economic Outlook, Interim Report March 2023: A Fragile Recovery*”

Orrei, Chiara Maria Annunziata. "Il ruolo della Banca centrale europea e dei governi nazionali nelle politiche di contrasto all'inflazione." *Amministrativ@mente-Rivista di ateneo dell'Università degli Studi di Roma "Foro Italico"* 4 (2023).

SACE, La Cina dopo il Covid: il rallentamento non è solo una questione di lockdown (a cura di Claudio Cesaroni e Federico Tsipas), 8 novembre 2022

The Conference Board, "*Economic forecast for the U.S. economy*", March 2023

Visco Ignazio, "Crisi energetica, inflazione e politica monetaria", intervento durante le giornate di economia "Marcello De Cecco" il 1° ottobre 2022.

World Bank, 2023, *Global Economic Prospects, January 2023*. Washington, DC: World Bank. doi:10.1586/978-1-4648-1906-3. License: Creative Commons Attribution CC BY 3.0 IGO

World Bank, Pink sheet January 2023, Commodities Prices (disponibile su: <https://www.worldbank.org/en/research/commodity-markets>)

Sitografia

www.treccani.it

www.ecb.europa.eu

www.ilsole24ore.com

www.dt.mef.gov.it

www.confindustria.com