



UNIVERSITA' DEGLI STUDI DI PADOVA

**DIPARTIMENTO DI SCIENZE ECONOMICHE ED AZIENDALI
"M. FANNO"**

CORSO DI LAUREA IN ECONOMIA

PROVA FINALE

**LANDINGS, SOFT AND HARD: IL CASO DELLA BCE E DELLA
BANCA D'INGHILTERRA**

RELATORE:

CH.MO PROF. GIOVANNI CAGGIANO

LAUREANDO: FERDINANDO NASO

MATRICOLA N. 2000697

ANNO ACCADEMICO 2022 - 2023

Dichiaro di aver preso visione del “Regolamento antiplagio” approvato dal Consiglio del Dipartimento di Scienze Economiche e Aziendali e, consapevole delle conseguenze derivanti da dichiarazioni mendaci, dichiaro che il presente lavoro non è già stato sottoposto, in tutto o in parte, per il conseguimento di un titolo accademico in altre Università italiane o straniere. Dichiaro inoltre che tutte le fonti utilizzate per la realizzazione del presente lavoro, inclusi i materiali digitali, sono state correttamente citate nel corpo del testo e nella sezione ‘Riferimenti bibliografici’.

I hereby declare that I have read and understood the “Anti-plagiarism rules and regulations” approved by the Council of the Department of Economics and Management and I am aware of the consequences of making false statements. I declare that this piece of work has not been previously submitted – either fully or partially – for fulfilling the requirements of an academic degree, whether in Italy or abroad. Furthermore, I declare that the references used for this work – including the digital materials – have been appropriately cited and acknowledged in the text and in the section ‘References’.

Firma (signature) Ferdinando Neso

INTRODUZIONE	3
CAPITOLO 1	4
Cos'è e quali sono le conseguenze di un inasprimento monetario	4
Doppio Mandato, tasso target d'inflazione e Money Rule	6
Il tasso di sacrificio	8
Cos'è la stagflazione e quali sono gli effetti sui cicli economici	8
Agenti economici diversi formano aspettative diverse	9
CAPITOLO 2	11
Definizione di Hard e Soft Landing.....	11
Fattori di Insuccesso: shock esterni, ritardi lunghi e variabili	11
Proposta per un atterraggio morbido	12
CAPITOLO 3	13
<i>Una Panoramica Macroeconomica</i>	13
<i>Decisioni di Politica Monetaria Restrittiva BCE: Soft o Hard Landing?</i>	14
Caso 1 BCE: Novembre 1999 – Ottobre 2000.....	14
Caso 2 BCE: Dicembre 2005 – Luglio 2008	16
Caso 3 BCE: Luglio 2022 – in corso	18
<i>Decisioni di Politica Monetaria Restrittiva BOE: Soft o Hard Landing?</i>	20
Caso 1 BOE: Novembre 2003 – Dicembre 2007.....	20
Caso 2 BOE: Dicembre 2021 – in corso	21
CONCLUSIONE	22
RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI	24

INTRODUZIONE

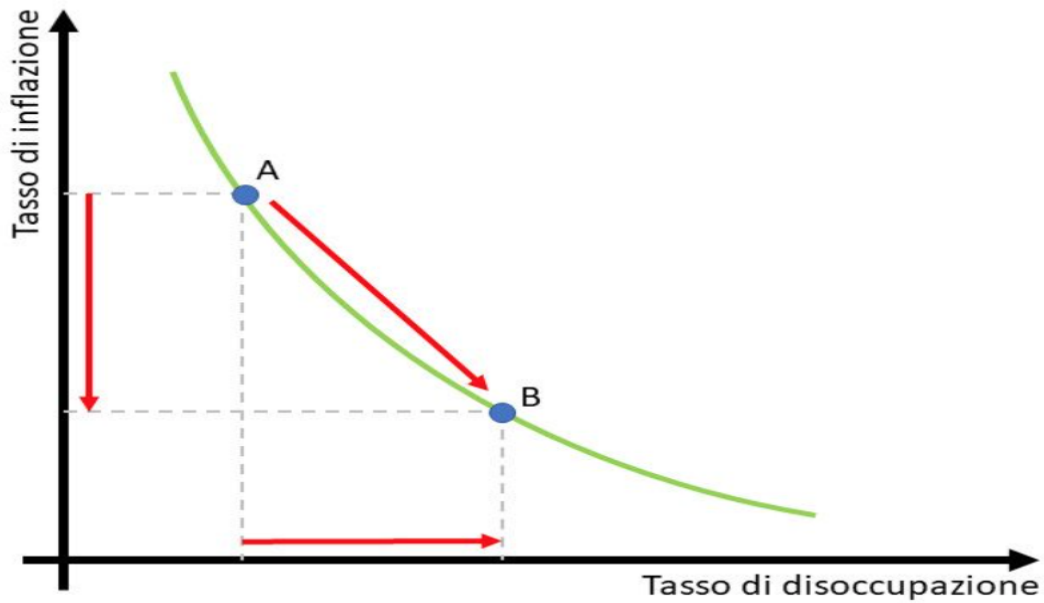
Il presente lavoro di Tesi ha come oggetto di studio il fenomeno dell'hard e del soft landing. Tale fenomeno rappresenta gli effetti sul sistema economico dei cicli di inasprimento finalizzati al contenimento di preoccupanti crescite del tasso di inflazione; in particolare, questo lavoro soffermerà la sua attenzione sui cicli di inasprimento implementati dalla Banca Centrale Europea e dalla Banca d'Inghilterra dal 1998 ad oggi e, soprattutto, sulle variazioni percentuali del PIL, del tasso di inflazione e del tasso di occupazione nel periodo che intercorre tra l'inizio e la fine di un ciclo di inasprimento (anche detto "picco"). Per ciclo di inasprimento si intende un prolungato piano di Politica Monetaria Restrittiva (implementato dalle Banche Centrali) che prevede il progressivo aumento dei tassi d'interesse e la conseguente contrazione della domanda aggregata in un dato periodo, col fine ultimo di contenere pericolose crescite inflazionistiche. L'interesse nei confronti di questo fenomeno è motivato dal fatto che l'andamento dei tassi d'interesse reali e il loro effetto sui futuri tassi di inflazione è determinante, per famiglie e imprese, nelle loro scelte di spesa e finanziamento, che dipendono proprio dalle loro aspettative sull'andamento dell'economia in seguito all'implementazione di una Politica Monetaria Restrittiva. La ragione per la quale ho deciso di approfondire lo studio di questo argomento è, infatti, comprendere a fondo le conseguenze economiche provocate dagli inasprimenti monetari condotti dalle Banche Centrali. Lo scopo di questo studio è dimostrare se le Banche Centrali oggetto del presente lavoro sono state in grado di ottenere, dal 1998 ad oggi, dei soft landing dai cicli di inasprimento o se, al contrario, quest'ultimi hanno prodotto solo degli hard landing. La procedura che consentirà di verificare se la BCE e la Banca d'Inghilterra hanno raggiunto o meno il loro scopo di soft landing prevede innanzitutto l'individuazione dei picchi dei tassi bancari, cioè gli apici dei cicli di restrizione monetaria. Successivamente si osserveranno le variazioni percentuali di alcuni parametri, tra cui il tasso di disoccupazione, il tasso di inflazione e il PIL a distanza di almeno un anno dall'ultimo inasprimento monetario. Se, dopo almeno un anno dall'ultimo inasprimento, il PIL diminuisce meno di un punto percentuale e non si verifica una grave recessione economica, si può parlare di soft landing; in caso contrario, si verificherebbe hard landing.

CAPITOLO 1

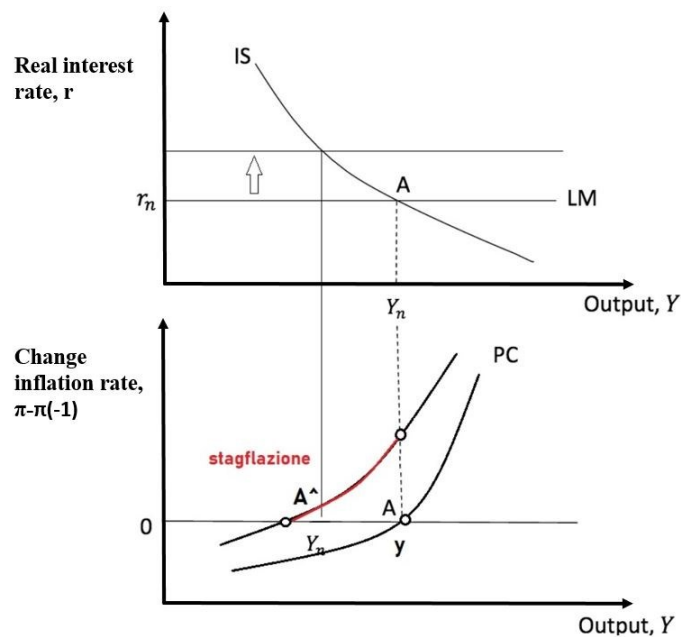
Cos'è e quali sono le conseguenze di un inasprimento monetario

Le politiche monetarie restrittive consistono nella decisione delle Banche Centrali (autorità monetarie deputate alla loro implementazione) di provocare una crescita graduale dei tassi d'interesse nell'intero sistema economico, attraverso operazioni di mercato aperto e col fine ultimo di contrastare pericolose crescite inflazionistiche (drastico aumento del livello generale dei prezzi). Così, un aumento dei tassi d'interesse provoca una contrazione della domanda aggregata perché il credito diventa più costoso; ne consegue che diventa più difficile per le famiglie ottenere dei prestiti per l'acquisto, in primo luogo, di case e auto e per le imprese investire nelle loro attività. Provocare una diminuzione della domanda aggregata rappresenta, dunque, l'effetto cardine per cominciare a produrre un abbassamento del livello generale dei prezzi. Occorre specificare, però, che la diminuzione del tasso d'inflazione è una conseguenza derivante da opportune variazioni (diminuzioni) del PIL potenziale e del PIL reale a seguito di un inasprimento monetario. Il primo è meno propenso, rispetto al secondo, a subire sensibili variazioni nel breve periodo perché il suo andamento dipende dal lavoro, dal capitale e dalla tecnologia, fattori che cambiano lentamente nel tempo e, per questo motivo, meno sensibili ai cambiamenti della domanda. La curva di Phillips, invece, è importante per comprendere la relazione inversa tra tasso di inflazione e tasso di disoccupazione; essa rappresenta il luogo geometrico di tutte le combinazioni, tasso di inflazione e tasso di disoccupazione, che garantiscono l'equilibrio nel mercato del lavoro. Secondo il grafico della Curva di Phillips, infatti, ad una riduzione inflazionistica corrisponde un aumento del tasso di disoccupazione. La relazione inversa evidenziata dalla Curva di Phillips è valida, però, solo nel breve periodo dove il costo di provocare una riduzione del tasso di inflazione è pari ad un momentaneo aumento del tasso di disoccupazione (costo opportunità). Quella nel grafico è la Curva di Phillips "accelerata" (o "modificata per le aspettative"). Si può usare solo quando l'inflazione diventa un fenomeno sistemico, cioè un fenomeno costante. Quando la disoccupazione reale è più alta di quella di lungo periodo, il sistema si trova in un periodo di recessione dove la disoccupazione è alta e il potere contrattuale dei lavoratori basso; di conseguenza quest'ultimi non potranno chiedere salari elevati e le aziende, mantenendo alto il loro potere contrattuale, si troveranno nella condizione di poter diminuire il livello dei prezzi rispetto al costo marginale di produzione, consentendo in questo modo una riduzione importante del tasso d'inflazione.

- Se l'inflazione è tra lo 0% e il 5%, si parla di inflazione strisciante
- Se l'inflazione è tra il 5% e il 10%, si parla di inflazione normale
- Se l'inflazione supera il 10%, si parla di inflazione galoppante



Se invece consideriamo la Curva di Phillips in funzione della produzione, si noter , come nel grafico sottostante, una relazione positiva tra produzione totale e tasso d'inflazione. Non si pu  dire lo stesso nel lungo periodo, dove queste due variabili sono largamente indipendenti: il tasso di disoccupazione dipender  prevalentemente da fattori quali il salario minimo, le leggi a tutela di quest'ultimo e dal potere dei sindacati mentre il tasso d'inflazione sar  principalmente condizionato dal volume di moneta controllato dalle Banche Centrali.



Doppio Mandato, tasso target d'inflazione e Money Rule

La Money Rule è una regola di condotta monetaria delle autorità monetarie e si ottiene attraverso la minimizzazione della funzione di perdita sociale (α) sotto il vincolo di essere pur sempre sulla Curva di Phillips (Min. α s.t. CP). Minimizzare la funzione di perdita sociale è l'obiettivo delle Banche Centrali. Essa è così costituita:

$$\min \alpha = (y_t - y_N)^2 + \beta(\pi_t - \pi^T)^2$$

Equazioni come questa vengono solitamente usate per sviluppare delle analisi sulle politiche monetarie di Banche Centrali con un doppio mandato: “perseguire la massima occupazione e la stabilità dei prezzi”. Così, quando l'inflazione sale o si pensa che possa salire, la BCE e la Banca d'Inghilterra, entrambe delle Banche Centrali con il doppio mandato, provocano un innalzamento dei tassi d'interesse per contrarre la domanda aggregata, riportando alla stabilità il tasso d'inflazione. È nel loro interesse creare un atterraggio quanto più morbido possibile (soft landing) in quanto il tentativo di perseguire la stabilità dei prezzi (in questo caso attraverso una politica deflattiva) non può danneggiare l'occupazione; un calo drastico dell'inflazione potrebbe provocare, infatti, un crollo perentorio del PIL reale e un aumento considerevole del tasso di disoccupazione (almeno nel breve periodo come è stato già detto precedentemente) ottenendo così un hard landing, effetto in forte contrasto con il doppio mandato di BCE e Banca d'Inghilterra. Equazioni come quella vista in precedenza vengono anche usate da alcune Banche Centrali che non hanno un doppio mandato, bensì uno solo: l'inflazione.

Tornando alla funzione di perdita sociale, β è un parametro positivo che rappresenta l'avversione delle Banche Centrali al tasso d'inflazione rispetto alla produzione reale (che di seguito per facilità definiremo “output”); π^T , invece, è il target d'inflazione, cioè il tasso d'inflazione che le Banche Centrali si aspettano di raggiungere quando implementano un inasprimento monetario. Prima di vedere qual è il risultato della minimizzazione della funzione di perdita sociale, è importante capire per quale motivo il target d'inflazione è tanto importante per la Banca Centrale Europea, per la Banca d'Inghilterra e, di conseguenza, per qualsiasi altra Banca Centrale. Il target deve essere basso (il 2% per BCE e Banca d'Inghilterra) ma positivo per tre semplici motivi. Il primo motivo è che il tasso d'inflazione può essere semplicisticamente considerato come una “tassa implicita” sulla moneta con il potere di ridurre la disponibilità monetaria reale degli agenti economici; di conseguenza, non si può fissare come target un valore percentuale troppo alto. In secondo luogo, come si può vedere nella seguente formula, il target d'inflazione del 2% può fungere da cuscinetto in caso di trappola della liquidità, consentendo al tasso d'interesse reale (r) di scendere sotto lo zero quando il tasso d'interesse nominale (i) è pari a zero (fenomeno chiamato trappola della liquidità). La formula

che consente di visualizzare questo fenomeno in presenza di trappola della liquidità ($i=0$) è l'equazione di Fisher:

$$r = i - \pi e; \quad \min r = -\pi e; \quad \min r = -2\%;$$

La terza ed ultima ragione, per la quale il target da raggiungere deve essere basso ma positivo, è che esso riduce l'incertezza sul livello dell'inflazione. La maggiore sicurezza degli agenti economici relativamente al livello di inflazione favorisce, a sua volta, una mole superiore di scambi tra agenti poiché si riduce il timore che la ricchezza possa spostarsi dal creditore verso il debitore. Si è visto che avere come target di inflazione il 2%, produce ottimi risultati in termini di stabilizzazione nel lungo periodo del livello medio dell'inflazione verso il suo obiettivo e di mantenimento di una varianza contenuta dell'inflazione. Questo obiettivo deve essere raggiunto in media in un periodo di tempo abbastanza flessibile. Dopo questo veloce focus sul target d'inflazione, finalizzato a comprendere i motivi per i quali è così importante perseguirlo, l'obiettivo di questo paragrafo diventa la Money Rule. Effettuando la minimizzazione vincolata precedentemente presentata si ottiene il seguente risultato:

$$\pi_t = \pi^T - \frac{(y_t - y_N)}{\alpha\beta}$$

Questa equazione, che rappresenta una relazione negativa tra tasso d'inflazione al tempo "t" (π) e output (y), si chiama Money Rule (MR). La Money Rule, graficamente, è una retta inclinata negativamente nello spazio (π, y), spazio dove sono anche presenti la Curva di Phillips, inclinata positivamente in quanto espressa in funzione della produzione totale, e la funzione di perdita sociale (α) che graficamente è una "circonferenza". Come si può ben notare nei grafici sottostanti, la Curva di Phillips è tangente alla funzione di perdita sociale (α). Di conseguenza, si può affermare che la pendenza della Curva di Phillips è proprio α . L'uso delle virgolette per il termine circonferenza non è casuale perché, in realtà, la forma che assume α graficamente varia al variare di β , cioè del grado di avversione della Banca Centrale al tasso di inflazione rispetto all'output.

- Se $\beta > 1$, la MR si appiattisce perché α assume la forma di una ellissi dato che il suo valore aumenta.
- Se $\beta < 1$, la MR si fa più rigida perché α assume la forma di un ovale dato che il suo valore diminuisce.

La pendenza della Money Rule dipende quindi da α e β ed è fondamentale per comprendere l'intensità della politica deflattiva nonché, dunque, della recessione in atto. Maggiore sarà l'appiattimento della Money Rule (valori di α e β in crescita), più intensa sarà la politica

deflattiva perseguita dalla Banca Centrale a causa di un'elevata avversione nei confronti di pericolose crescite del tasso d'inflazione; perseguire un'intensa politica deflattiva implica, però, anche un'intensa recessione. Viceversa, quando la Money Rule tenderà a farsi più ripida (valori di α e β in diminuzione), la politica deflattiva della BC sarà più graduale dato che l'avversione al tasso d'inflazione sarà minore. Questo significa che la recessione sarà sicuramente più lenta.

Il tasso di sacrificio

A questo punto la domanda giusta a cui occorre rispondere è se conviene avere una Money Rule più piatta o una più rigida e, dunque, se conviene seguire rispettivamente una politica deflattiva più intensa ovvero più graduale. Nessuna autorità monetaria competente ha intenzione di provocare una grave recessione ma la convenienza dipende principalmente dal tasso di sacrificio. Il tasso di sacrificio è la crescita del tasso di disoccupazione (equivalentemente, la contrazione della produzione totale) che si è disposti a sopportare al tempo "t" per consentire la riduzione del tasso d'inflazione di un punto percentuale. Se l'equazione della MR è questa:

$$MR = (y_t - y_N) + \alpha\beta(\pi_t - \pi^T) = 0$$

allora, il tasso di sacrificio può essere espresso nel seguente modo:

$$\frac{y_t - y_N}{\pi_t - \pi^T} = -\alpha\beta$$

Valori più alti di α e β corrispondono a crescenti tassi di sacrificio e, di conseguenza, a Money Rule graficamente sempre più piatte. Questo significa che a tassi di sacrificio crescenti corrispondono politiche deflattive sempre più intense.

Cos'è la stagflazione e quali sono gli effetti sui cicli economici

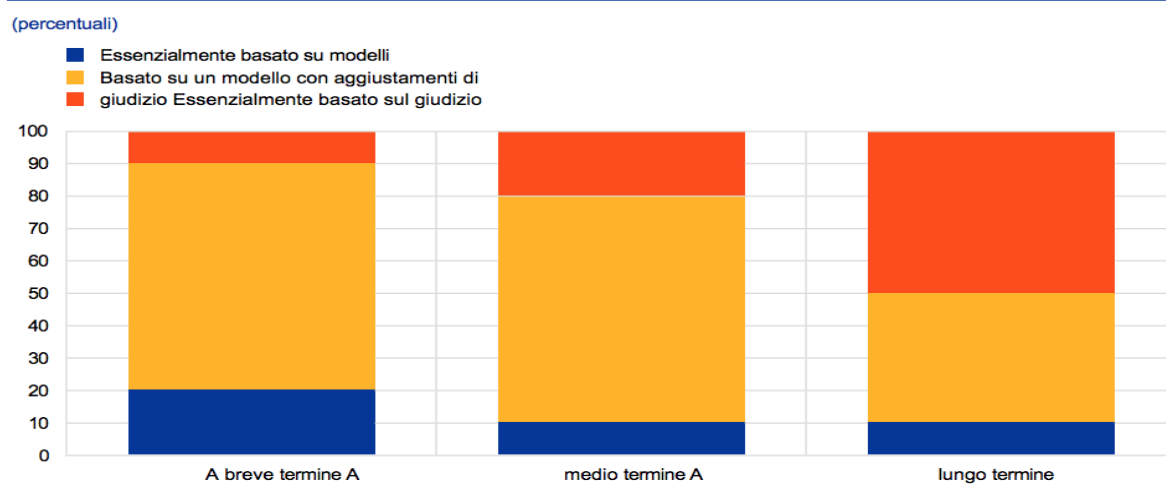
La stagflazione, o inflazione recessiva, è un termine che deriva dall'unione delle parole "stagnazione" e "inflazione". Essa è un fenomeno durante il quale si può assistere contemporaneamente ad un aumento dei prezzi (quindi dell'inflazione) e ad una diminuzione della produzione (tassi di crescita del PIL in calo). La stagflazione non è una fase standard dei cicli economici bensì un fenomeno abbastanza raro, la cui realizzazione, però, non è impossibile. Ciò che rende questo fenomeno una rarità è la sua contraddizione con le teorie economiche. Secondo queste ultime, infatti, un aumento dell'inflazione è normalmente associato ad un periodo di espansione dovuto alla crescita dei salari nominali, del tasso di occupazione, della produzione e, infine, della domanda aggregata che favorisce il flusso del credito nel sistema economico. La deflazione, al contrario, consiste in un periodo di recessione

durante cui i prezzi, i salari e la produzione diminuiscono, causando una crescita più o meno grave del tasso di disoccupazione. Durante la stagflazione, invece, si manifesta un'anomalia in questa catena di eventi: quando l'inflazione aumenta, la produzione diminuisce provocando, così, una crescita del tasso di disoccupazione e una riduzione generale dei consumi (questo metterebbe in discussione la teoria economica alla base della Curva di Phillips). Così, ciò che distingue l'inflazione dalla stagflazione è il fatto che l'inflazione è seguita da un periodo di espansione economica; la stagflazione, invece, prevede un aumento del livello generale dei prezzi ma è seguita da un periodo di profonda recessione che mette a rischio le decisioni di politica monetaria delle istituzioni competenti a causa della duplice natura della stessa stagflazione. Le cause della stagflazione sono principalmente esogene. Storicamente, la crisi petrolifera dei primi anni 70 (che colpì l'intero Occidente) è il caso più importante di stagflazione cui si può attingere. Nel 1973 i principali paesi esportatori di petrolio (OPEC) interruppero le esportazioni di petrolio verso l'Occidente, provocando una forte contrazione dell'offerta (shock negativo esterno dal lato dell'offerta) che fece aumentare i prezzi (inflazione) e ridurre la produzione (stagnazione). Per le istituzioni competenti delle decisioni di politica monetaria fu un momento storico per la difficoltà di risoluzione del problema. Da un lato, alzando i tassi d'interesse, le autorità monetarie sarebbero riuscite a provocare una riduzione inflazionistica, dall'altro lato, però, avrebbero spinto la produzione ancora più in basso rischiando di cadere velocemente in una profonda recessione. La decisione generale fu quella di aumentare i tassi d'interesse per velocizzare una recessione che durò per oltre due anni, fino al 1975. Senza andare troppo lontani nel tempo, la sproporzionata crescita inflazionistica post crisi pandemica non è solo frutto dell'espansione economica dovuta alla crescente domanda aggregata ma è soprattutto causa della crisi geopolitica che ha provocato un drastico aumento del prezzo delle materie energetiche, a seguito dei tagli sulle forniture di gas che partivano dalla Russia verso l'Europa. Il capitolo 3 analizzerà questa situazione geopolitica e le conseguenze sulle decisioni di politica monetaria sia della BCE che della Banca d'Inghilterra.

Agenti economici diversi formano aspettative diverse

Come è già noto, le decisioni economiche prese dagli agenti economici quotidianamente non sono gli unici fattori a provocare delle variazioni inflazionistiche. Un altro fattore molto importante nella determinazione di queste variazioni sono le aspettative degli agenti economici sui prezzi futuri. Ciò che, però, le Banche Centrali non hanno capito fin dal primo momento è che tutte le aspettative d'inflazione sono importanti, sia quelle degli esperti consultati che quelle di imprese e famiglie, se intendono prendere delle decisioni più informate (quindi più precise).

In passato il focus era sulle aspettative d’inflazione degli esperti consultati attraverso indagini ad hoc perché, a differenza delle aspettative di imprese e famiglie, ad esempio, le loro erano reperibili con più semplicità grazie alle suddette indagini. Oggi, invece, sono numerose le indagini svolte sui consumatori da parte della Commissione Europea; grazie ad esse, si è venuti a conoscenza che le aspettative dei consumatori al tempo t , relativamente al tasso di inflazione del tempo $t+1$, hanno un andamento molto simile a quello del tasso d’inflazione effettivo al tempo t . Questo fenomeno può spiegarci che il processo attraverso il quale i consumatori formano le loro aspettative, è un processo più adattivo: essi formulano previsioni sui futuri tassi d’inflazione, prendendo come riferimento gli attuali tassi d’inflazione e credendo che questi non possano cambiare col tempo ($\pi_{t+1}^e = \pi_t$). Gli esperti, invece, formulano le loro aspettative di inflazione usando un “mix di modelli e giudizi informati”.



Fonte: BCE (indagine speciale SPF 2018).

Come si vede da questo grafico (BCE, indagine speciale SPF 2018) nel breve periodo le aspettative d’inflazione si costruiscono prevalentemente attraverso la combinazione di uno specifico modello con aggiustamenti di giudizio degli esperti consultati. Man mano che ci si sposta dal breve verso il lungo periodo, passando dal medio periodo, l’uso dei modelli per costruire le aspettative sul futuro tasso d’inflazione si fa più debole (ma non scompare). Nel lungo periodo, quindi, per la costruzione di aspettative attendibili diventano sempre più importanti i “giudizi informati” dei professionisti.

CAPITOLO 2

Definizione di Hard e Soft Landing

A partire dall'introduzione e proseguendo con la presentazione delle diverse "nozioni macroeconomiche" propedeutiche alla vera comprensione dell'hard e del soft landing, il presente lavoro di tesi ha già introdotto rapidamente le occasioni nelle quali si può parlare di uno o dell'altro effetto e ha spiegato perché le Banche Centrali puntano verso politiche monetarie in grado di generare soft landing.

A seguito di un inasprimento monetario, per soft landing si intende "una riduzione del tasso di crescita dei paesi precedentemente in espansione che non danneggia i livelli occupazionali, evitando una discesa verso la recessione" (Banco BPM., 2022). Con hard landing, invece, si indica "un improvviso rallentamento di un'economia dopo una fase di espansione che comporta un innalzamento brusco del tasso di disoccupazione e una potenziale fase recessiva" (Banco BPM., 2022). L'eventualità di una recessione rappresenta, dunque, il fattore che consente di distinguere un hard da un soft landing. Nel capitolo 3, quando inizierà l'analisi macroeconomica dei "picchi" registrati dal 1998 ad oggi, il PIL reale, il tasso di disoccupazione e i cicli economici saranno usati come indicatori dell'attività reale. Se, a seguito di un prolungato ciclo di inasprimento monetario, il PIL reale dovesse diminuire di meno di un punto percentuale, senza danneggiare l'occupazione, e non dovesse verificarsi nessuna recessione, si parlerebbe di soft-landing; viceversa, sarebbe hard-landing. Prima di procedere con la suddetta analisi dei picchi, però, nei paragrafi che seguono è molto importante evidenziare alcuni aspetti cruciali del fenomeno che è oggetto del presente lavoro.

Fattori di Insuccesso: shock esterni, ritardi lunghi e variabili

L'ottenimento di un soft-landing, come risultante di una politica monetaria restrittiva, è un obiettivo complesso per il quale non esistono procedure standard che ne assicurano il successo. Milton Friedman (1961) spiegò la complessità di perseguimento di questo obiettivo attraverso la definizione di "ritardi lunghi e variabili". Attraverso questa definizione, Friedman dimostrò che gli effetti economici attesi delle politiche monetarie non sono immediati e che una stima sul tempo che occorre ad una decisione di politica monetaria per produrre i suoi risultati può risultare molto incerta (ritardi lunghi). Se da una parte per le Banche Centrali risulta complesso stimare quanto tempo occorra ad una politica monetaria per produrre i suoi effetti economici, dall'altra possono realizzare stime ragionevoli sul "moltiplicatore delle politiche monetarie", capendo, ad esempio, le conseguenze di un aumento di 50 punti base del tasso d'interesse sulla produzione reale e sul tasso di disoccupazione. Per quanto queste stime possano essere

ragionevoli, occorre comunque attendere per poter osservare gli effetti completi (ritardi variabili). Quando la BCE o la Banca d'Inghilterra provocano un aumento dei tassi d'interesse, le imprese e le famiglie adattano i loro programmi di spesa e di finanziamento di conseguenza. La domanda aggregata si contrarrà sicuramente ma le scelte di adattamento dipenderanno anche dalla fiducia riposta sull'andamento dell'economia (compreso tasso d'inflazione e tasso d'interesse) da parte di tutti coloro che sono chiamati ad una reazione adattiva. Così, considerando che le scelte finali di imprese e famiglie hanno effetti moltiplicatori che colpiranno l'intero sistema economico, l'effetto finale di un aumento dei tassi d'interesse è in una certa misura prevedibile ma resta lo stesso variabile.

A causa dei suddetti ritardi lunghi e variabili, le autorità monetarie che si occupano delle decisioni di politica monetaria (focus su quelle restrittive) corrono il rischio, in mancanza di effetti immediati sul tasso d'inflazione, di provocare un innalzamento esagerato dei tassi d'interesse che potrebbe condurre l'economia verso una grave recessione anche solo a distanza di un anno dall'inizio del ciclo di inasprimento monetario. Per questo motivo, i ritardi lunghi e variabili sono considerati i principali fattori di insuccesso dei soft-landing. Se è vero che le Banche Centrali sono in grado di "manipolare" la domanda aggregata, non si può dire altrettanto dell'offerta aggregata. Basti pensare al 2022, anno in cui, a causa dell'invasione dell'Ucraina ad opera delle forze militari russe, l'Europa è stata colpita da uno shock negativo dell'offerta nei settori petrolifero e alimentare che ha generato rincari sia del petrolio che dei generi alimentari. Eventi come questo sono moniti per le Banche Centrali: esse possono eseguire egregiamente delle decisioni di politica monetaria ma non potranno mai avere il controllo sugli shock esterni che possono, da un momento all'altro, annullare ogni stima e previsione.

Proposta per un atterraggio morbido

Ottenere un soft-landing è un processo che richiede molta attenzione e tanta capacità di comprensione dell'andamento dell'economia in un dato periodo. Quando le Banche Centrali iniziano un ciclo di inasprimento monetario, esse dovrebbero aumentare i tassi d'interesse moderatamente (25 punti base per ogni aumento) fino al punto in cui l'economia non subisca un indebolimento duraturo. Nel frattempo, il tasso di finanziamento diminuirebbe e con esso anche l'inflazione e l'inflazione attesa dagli agenti economici. Solo dopo aver creato questo indebolimento, le Banche Centrali dovrebbero avviare un controllato processo di riduzione dei tassi d'interesse cercando di rafforzare contemporaneamente la loro credibilità tra gli agenti economici. Questi andrebbero convinti che l'inflazione tornerà al suo tasso target del 2% grazie al ciclo di inasprimento monetario avviato in precedenza che produrrà gradualmente i suoi effetti economici e che la produzione nominale crescerà seguendo un "percorso di riferimento"

che consentirà al PIL nominale di aumentare gradualmente, in modo tale da evitare un brusco rialzo dell'inflazione che renderebbe vano il lavoro svolto attraverso il precedente ciclo di inasprimento monetario, e di non diminuire fortemente perché potrebbe creare una grave recessione.

CAPITOLO 3

Una Panoramica Macroeconomica

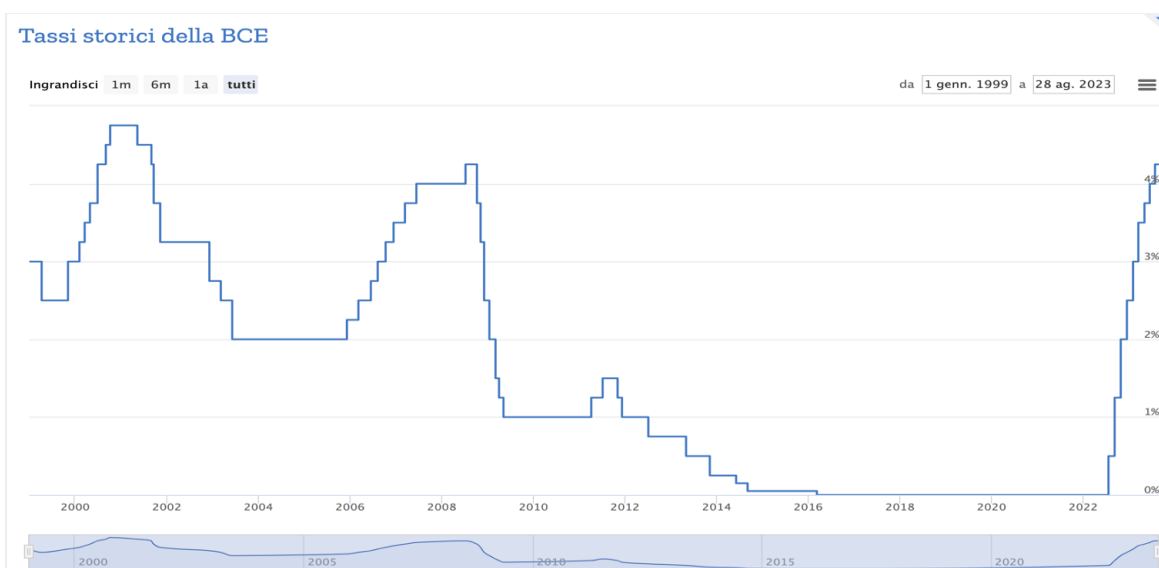
Dopo aver introdotto le nozioni macroeconomiche fondamentali, il presente lavoro si soffermerà ad analizzare nel dettaglio i cicli di inasprimento monetario condotti dalla BCE (e successivamente quelli della BOE) dal 1998 ad oggi. Prima di iniziare, però, occorre presentare una panoramica macroeconomica dell'area Euro che descriva le tendenze economiche dell'Unione Europea a partire dai primi mesi del 2000. L'arco temporale racchiuso tra il 2000 e il 2023 può essere distinto in quattro macroaree per quanto riguarda le performance del PIL in questi anni: tra il 2000 e il 2007 il tasso di crescita annuo del PIL è sempre stato compreso tra il +1% e il +3%, segno di un'economia in forte crescita. La crisi finanziaria del 2007/2008, però, ha interrotto questa crescita economia dando inizio a un periodo di grave recessione che si è protratto fino al 2013 (seconda macroarea); il 2009 e il 2012 sono stati gli anni nei quali le previsioni di recessione si sono concretizzate attraverso una caduta della produzione del 4,1% nel 2009 (tasso di crescita del PIL = - 4,1%), rispetto all'anno precedente, e un piccolo calo anche nel 2012 quando, a fine anno, è stato registrato un tasso di crescita ancora una volta negativo (- 0,6%). Dal 2014 al 2019 l'economia dell'area Euro si è progressivamente ripresa segnando dei tassi annui di crescita del PIL positivi (tra lo 0,5% e il 2% annui). Il 2020, che segna l'inizio della quarta macroarea, è invece il protagonista di una delle più gravi recessioni che l'Europa (e il mondo in generale) abbia mai vissuto a causa della crisi pandemica; il tasso di crescita del PIL, infatti, era circa il -7 % rispetto all'anno precedente. Il 2021, invece, è stato l'anno della ripresa con un tasso di crescita del PIL pari a 5,1%. Dal 2021 sia il PIL che l'inflazione sono in crescita e ciò ha fatto sì che, a partire da Luglio 2022, la BCE implementasse una decisione di politica monetaria restrittiva che tutt'oggi è in atto. Per quanto riguarda il tasso d'inflazione, misurato attraverso l'IPCA (indice armonizzato dei prezzi al consumo), le variazioni più variabili sono state registrate tra il 2008 e il 2012, per poi raggiungere lo 0% nel 2015. Tre anni più tardi, nel 2018, si è riassetato intorno al 2%, girando attorno al tasso target d'inflazione. Con l'arrivo del COVID, il 2020 è stato non solo l'anno del drastico calo della produzione ma anche dell'inflazione, che è diminuita fino allo 0,2% negli ultimi mesi del 2020

a causa di una forte contrazione della domanda aggregata (contrazione causata da uno shock esterno e non voluta dalla BCE). A partire dall'anno successivo l'inflazione ha iniziato a seguire un trend di crescita fino ad arrivare al 2,6% a fine 2021 e addirittura all'8% nel 2022. Per questo motivo nel 2021, come è stato già detto, la BCE ha dato vita ad un ciclo di inasprimento monetario ancora in corso di cui si devono scoprire ancora i veri effetti economici (rimando ai ritardi lunghi e variabili). Il tasso di disoccupazione, invece, è rimasto piuttosto stabile intorno al 9% fino al 2005. Nel 2007/2008 il tasso di disoccupazione è sceso al 7% ma con l'avvento della Grande Recessione è risalito fino al 10,9% nel 2013. Solo dopo 4 anni da quest'ultimo picco, esso si è ristabilizzato intorno al 7% nel 2017.

Decisioni di Politica Monetaria Restrittiva BCE: Soft o Hard Landing?

L'implementazione di una politica monetaria da parte delle autorità monetarie competenti viene eseguita attraverso variazioni dei tassi d'interesse. Quelli che vengono presi come riferimento da parte del Consiglio Direttivo della BCE sono:

- I tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali
- I tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento marginali
- I tassi d'interesse sui depositi presso la Banca Centrale



Caso 1 BCE: Novembre 1999 – Ottobre 2000

Nel Novembre del 1999 il Consiglio Direttivo della BCE inizia il suo primo ciclo di inasprimento monetario alzando i tassi di interesse di 50 punti base rispetto all'anno precedente; i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali, marginali e quelli sui depositi presso la Banca Centrale crescono rispettivamente fino al 3,0% (2,5% precedentemente), 4,0% (3,5% precedentemente) e 2,0% (1,5% precedentemente). L'obiettivo di questa decisione di

politica monetaria restrittiva era quello di garantire una crescita economica non inflazionistica nel medio termine. A seguito dell'aumento dei prezzi dell'energia nei mesi precedenti e della crescente domanda di moneta che aveva provocato un ampio aumento della liquidità nel sistema, l'aspettativa di una crescita inflazionistica diventava sempre più intensa. Così, per garantire il riassorbimento della liquidità in eccesso e per contrastare le previsioni di crescita inflazionistica, la BCE ha deciso di iniziare un ciclo di inasprimento monetario (alzando i tassi d'interesse) sperando al contempo di mantenere il tasso di inflazione al di sotto del 2% (tasso target d'inflazione). In questo periodo sarebbe potuto risultare pericoloso un aumento dei tassi d'interesse nei confronti della ripresa economica in atto, ma il Consiglio Direttivo aveva un'altra opinione a riguardo. Esso credeva fermamente che un intervento tempestivo e moderato sui tassi d'interesse in quel momento avrebbe contrastato meglio la crescita inflazionistica (avrebbe consentito al tasso d'inflazione di restare intorno al target) evitando, in un secondo momento, un aumento drastico dei tassi d'interesse che avrebbe potuto causare un crollo repentino dell'inflazione e, di conseguenza, anche della produzione. Secondo il Consiglio Direttivo, quindi, aumentare tempestivamente i tassi d'interesse avrebbe significato produrre una crescita più contenuta ma sicuramente prolungata nel tempo. Sulla base di questo pensiero d'azione, si può convenire che la decisione di diminuire il tasso d'interesse di 50 punti base nell'Aprile del 1999 è stata una scelta sbagliata e che la decisione di inasprimento monetario avrebbe consentito di contenere un possibile aumento della volatilità nei mercati monetari entro la fine dell'anno. La domanda giusta da porsi è: questa manovra di azione è considerabile efficace per l'ottenimento di un soft landing?

Nel Dicembre del 2000 il tasso d'inflazione era effettivamente salito dall'1,1% (registrato a fine 1999) al 2,4%, fino a raggiungere il suo picco nel 2001 quando è stata registrata un'inflazione al 2,5%. A partire dagli ultimi mesi del 2001, l'inasprimento monetario del 1999-2000 ha cominciato a produrre i suoi effetti (ritardo lungo e variabile) e l'inflazione è rimasta stabile intorno al tasso target del 2%. Nel 2003, a distanza di 3 anni dall'ultimo rialzo dei tassi d'interesse, il tasso d'inflazione era al 2,1%: la politica monetaria restrittiva ha realizzato appieno il suo obiettivo inflazionistico. Così come l'inflazione, anche il PIL è cresciuto fino a Dicembre 2000 (tasso di crescita del PIL = 3,4%). Successivamente, a causa degli effetti dell'inasprimento monetario, la produzione è calata moderatamente fino a raggiungere un tasso dello 0,4% nel 2003. Sommarariamente la produzione è diminuita di tre punti percentuali in tre anni. Inoltre, come si può osservare nel grafico successivo, il tasso di occupazione è rimasto più o meno stabile, raggiungendo circa l'1% nel 2003 nonostante la frenata produttiva causata dall'innalzamento dei tassi d'interesse.

Il Consiglio Direttivo ha avuto complessivamente ragione: la politica monetaria restrittiva implementata ha diminuito l'inflazione senza causare una profonda recessione. Tuttavia nel Dicembre 2001, nonostante il tasso di crescita del PIL fosse rimasto positivo a distanza di un anno dall'ultimo inasprimento monetario avvenuto nell'Ottobre del 2000, il tasso di crescita del PIL era pari all'1,5% dal 3,4% registrato a Dicembre 2000, ben 0,9 punti percentuali oltre il limite per ottenere un soft-landing (il limite per un soft-landing è una diminuzione massima di 1%; qua la diminuzione è stata dell'1,9%). Teoricamente, questo ciclo di inasprimento monetario ha avuto come risultato un hard-landing anche se l'atterraggio non ha prodotto nessuna pericolosa recessione.

5.3.3 Employment - persons employed and hours worked (annual percentage changes)



Source: Eurostat.

Caso 2 BCE: Dicembre 2005 – Luglio 2008

Dopo due anni di mantenimento dei tassi d'interesse, nel Dicembre 2005 il Consiglio Direttivo della BCE ha iniziato un nuovo ciclo di inasprimento monetario alzando i tassi d'interesse di riferimento della BCE di 25 punti base: il tasso d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali è passato dal 2% al 2,25%. La decisione di aumentare i tassi d'interesse è stata motivata dalla necessità di adeguare la posizione accomodante di quel periodo in termini di politica monetaria e di assicurare, così facendo, il mantenimento e l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione a livelli coerenti con la stabilità dei prezzi nel medio termine. Ciò che ha preoccupato maggiormente il Consiglio Direttivo è stato l'aumento dei prezzi dell'energia a

livello globale che ha spinto l'inflazione globale verso livelli molto più alti del 2%. Secondo i dati Eurostat, l'inflazione IAPC nel Novembre del 2005 era pari a 2,4%. Per poter effettuare un'analisi prospettica quanto più realistica sull'andamento futuro dell'inflazione era, però, fondamentale includere alcuni fattori determinanti (come il prezzo dell'energia) dato che alcune misure dell'inflazione di fondo (IAPC) erano in ritardo rispetto al reale andamento dell'inflazione. Nonostante il rialzo dei prezzi dell'energia, infatti, l'inflazione IAPC non suggeriva un aumento del livello generale dei prezzi e, addirittura, suggeriva una tendenza al ribasso. Per questo motivo, il Consiglio Direttivo ha reputato opportuno svolgere una valutazione completa, cercando di prevedere un tendenza rialzista dell'inflazione nel medio-lungo termine. Il rischio di una crescita inflazionistica derivava "dalle incertezze derivanti dall'andamento del mercato petrolifero, il passaggio dei precedenti aumenti del prezzo del petrolio ai consumatori attraverso la catena di produzione interna, la possibilità di effetti di secondo impatto nel comportamento di fissazione dei salari e dei prezzi, nonché ulteriori aumenti dei prezzi amministrati" (Introductory statement, Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB, Frankfurt am Main, 1 December 2005). L'analisi monetaria ha evidenziato, inoltre, un ampio aumento della liquidità nell'area euro derivante dalla crescita monetaria del 2004 causata dal basso livello dei tassi d'interesse che ha stimolato la crescita del mercato del credito. Tutte queste dinamiche hanno creato profonda incertezza relativamente alla stabilità dei prezzi nel medio-lungo termine, giustificando, così, l'implementazione di una politica monetaria restrittiva durata ben tre anni (2005-2008). Guardando ai dati, l'inflazione nel 2008 ha toccato effettivamente un tasso del 3,3%, confermando in parte le preoccupazioni della BCE; il PIL è cresciuto fino a raggiungere un tasso di crescita del 2,8% nel 2007 (1,5% nel 2005). Le domande da porsi adesso sono due: quali effetti ha prodotto la politica monetaria restrittiva? La BCE è riuscita ad ottenere un soft-landing? I reali effetti di questo inasprimento monetario sono difficili da valutare a causa della crisi finanziaria globale (Grande Recessione) che ha colpito anche l'Europa a partire dal 2008. L'8 Ottobre del 2008 la BCE, a causa di una fortissima contrazione della domanda aggregata che avrebbe spinto l'inflazione tanto in basso, ha dato il via ad una politica monetaria espansiva tanto drastica da causare, in meno di un anno, una riduzione dei tassi d'interesse di 325 punti base (dal 4,25% di Luglio 2008 all'1% di Maggio 2009) con l'obiettivo di far aumentare il tasso d'inflazione. A Dicembre 2009, come previsto, il tasso d'inflazione era crollato allo 0,3%, la produzione al - 4,1% e il tasso di disoccupazione era aumentato fino al 5% circa. Nel 2009 l'Europa è crollata in una profonda recessione che occorre identificare come atterraggio duro (hard-landing). Non si possono sapere quali sarebbero state le decisioni di politica monetaria

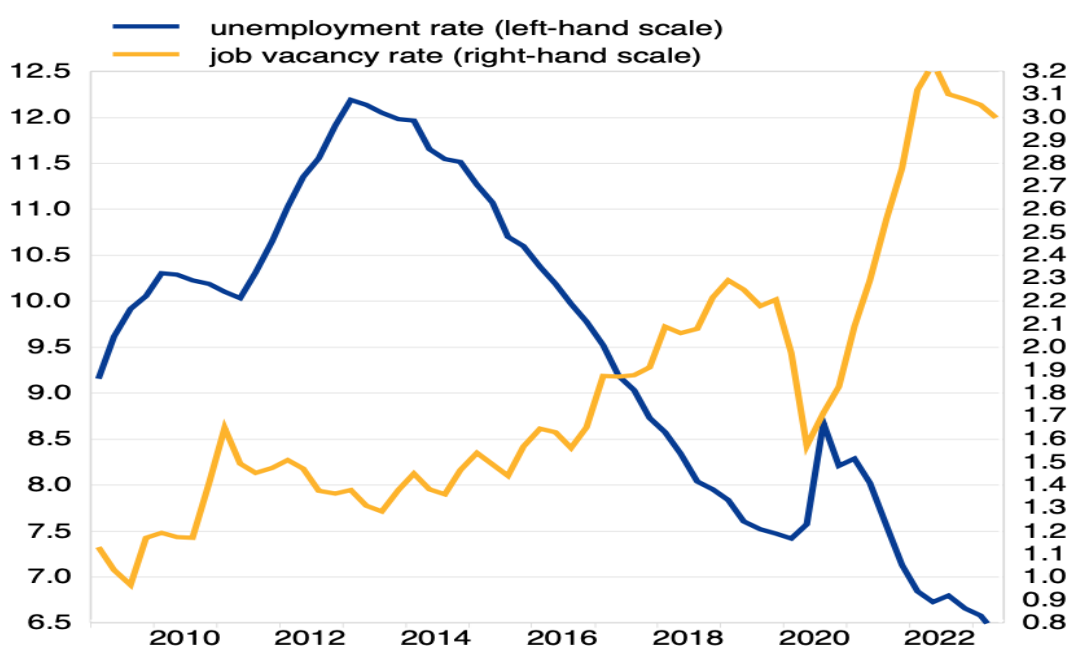
della BCE se non fosse intervenuta questa crisi finanziaria e, di conseguenza, non si può sapere se raggiungere l'obiettivo di soft-landing sarebbe stato possibile.

Caso 3 BCE: Luglio 2022 – in corso

Dopo oltre cinque anni di zero lower bound (tasso d'interesse nominale pari allo 0%), il 21 Luglio 2022 il Consiglio Direttivo della BCE ha deciso di avviare un ciclo di inasprimento monetario alzando tutti i tassi di interesse di riferimento della BCE di 50 punti base fino allo 0,5%. È stato fondamentale cominciare ad alzare i tassi d'interesse per poter assicurare il ritorno dell'inflazione al suo tasso target del 2%; nel mese di Giugno 2022, infatti, il tasso d'inflazione ha raggiunto l'8,6% secondo le proiezioni macroeconomiche della BCE. Una crescita così impetuosa del tasso d'inflazione è da ricondurre ad una combinazione di due eventi. Il primo è la crescita economica cominciata nel 2021 a seguito della crisi pandemica del 2020 che, a fine 2021, ha condotto il tasso d'inflazione IAPC al 2,6% (tasso d'inflazione di fine 2020 = 0,3%) e il tasso di crescita del PIL al 5,2% (tasso di crescita del PIL di fine 2020 = -6,8%). La componente più determinante di questa eccessiva crescita dell'inflazione resta, però, il rialzo dei prezzi dell'energia e dei beni alimentari a causa del conflitto geopolitico tra Ucraina e Russia che ha provocato un forte shock negativo dal lato dell'offerta. Inoltre, le continue strozzature dell'offerta dell'intera economia dell'area euro (riconducibili indirettamente alla crescita dei costi energetici per le imprese), la crescente domanda nel settore dei servizi in particolare, il deprezzamento del tasso di cambio dell'euro hanno aggravato ulteriormente le pressioni inflazionistiche. Nel medio/lungo periodo la pressione dei prezzi energetici sull'inflazione dovrebbe diminuire e con essa anche la strozzatura dell'offerta provocata da costi energetici insostenibili per le imprese; questa previsione, associata ad un ciclo di inasprimento monetario che, fino ad ora, ha portato i tassi d'interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali al 4,25%, dovrebbe garantire il ritorno dell'inflazione al suo tasso target del 2% entro il 2025 secondo i dati sulle previsioni macroeconomiche. Il picco dei tassi bancari non è stato ancora raggiunto (ultimo rialzo datato Agosto 2023) ma la paura più grande non è quella della deflazione, bensì quella della stagflazione. Questa paura ha riguardato soprattutto il 2022 ma il timore nei suoi riguardi è tutt'ora molto presente. Se, infatti, la pressione esercitata sull'inflazione dai prezzi energetici e alimentari non dovesse diminuire, si avrebbe una situazione in cui all'aumentare dei tassi d'interesse (politica monetaria restrittiva), il tasso d'inflazione continuerebbe anch'esso a crescere (o comunque si manterrebbe molto alto), il tasso di crescita del PIL diminuirebbe sempre di più e con esso anche il tasso di disoccupazione. Sarebbe uno scenario catastrofico per l'area euro, per questo motivo è consigliabile osservare i dati per capire cosa dicono. A fine 2022, dopo l'inizio

dell'inasprimento monetario, il tasso d'inflazione IAPC era fermo all'8,4%, il PIL registrava un tasso di crescita del 3,5% e la disoccupazione era circa il 6,5%. A luglio 2023, grazie al calo dei prezzi dell'energia (i prezzi dei beni alimentari, invece, sono rimasti alti) e dopo l'ennesimo aumento di 25 punti base dei tassi d'interesse di riferimento, il tasso d'inflazione al netto dei beni energetici e alimentari era sceso fino al 5,4% dall'8,4% di Aprile 2022. Sebbene l'inflazione di fondo sia ancora molto alta e lontana dal 2% target, le determinanti più influenti dell'inflazione stanno sicuramente cambiando in meglio. L'indebolimento della domanda aggregata e l'inflazione elevata hanno compresso la spesa e, di conseguenza, anche la produzione. Il PIL, di conseguenza, è passato da un tasso di crescita del 3,5% nel 2022 a un tasso di crescita dello 0,9% nel 2023; la contrazione della crescita è stata pari al 2,6%, ben oltre il limite dell'1% per ottenere potenzialmente un soft-landing in futuro. Il timore di cadere in stagflazione è sicuramente minore rispetto a prima ma come si poteva immaginare, nonostante il ciclo di inasprimento monetario non sia ancora terminato e le previsioni future parlino di una ripresa sostenibile, la paura di realizzare un hard-landing è ancora reale. Il tasso di disoccupazione, invece, continua a mantenersi sul minimo storico del 6,5% e, specialmente nel settore dei servizi, continuano a crescere i posti di lavoro. L'inflazione del 2,2% prevista nel 2025 e un tasso di disoccupazione in continuo calo fanno sperare la BCE nella possibilità di ottenere un soft-landing.

5.3.4 Unemployment and job vacancy ¹⁾ rates

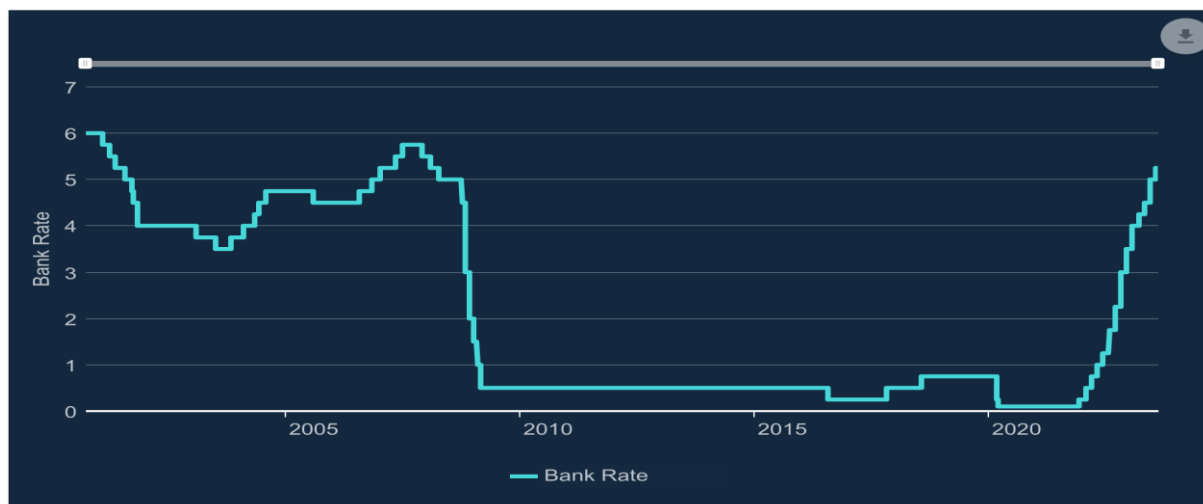


Source: Eurostat.

Decisioni di Politica Monetaria Restrittiva BOE: Soft o Hard Landing?

Dopo aver condotto un'attenta analisi sui cicli di inasprimento monetario della BCE dal 1999 al 2023, lo stesso lavoro sarà svolto relativamente ai casi della BOE nello stesso arco temporale di riferimento. Il grafico seguente mostra l'andamento del Bank Rate che sarà preso come riferimento per analizzare le decisioni di politica monetaria restrittiva della BOE.

Official Bank Rate



Caso 1 BOE: Novembre 2003 – Dicembre 2007

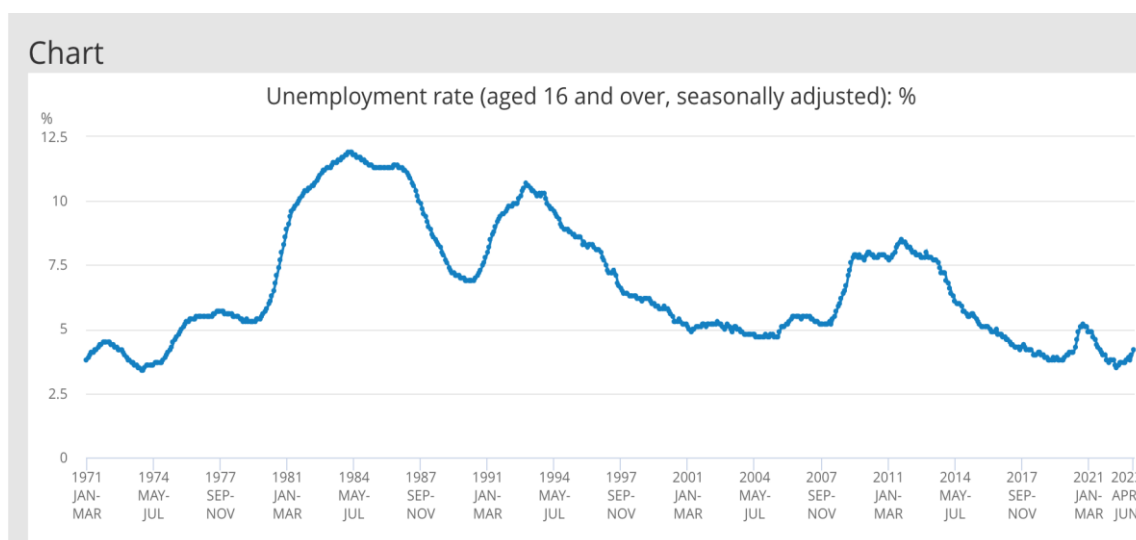
A Novembre 2003 il Comitato per le politiche monetarie ha alzato i tassi bancari di 25 punti base fino al 3,75%. Quest'innalzamento dei tassi d'interesse è stato il primo di una lunga serie che è durata fino a Dicembre 2007. C'è stata solo una riduzione di 25 punti base nell'Agosto del 2005 quando i tassi d'interesse sono rimasti invariati per un intero anno al 4,5% fino ad Agosto 2006. Da Agosto 2006 la BOE ha alzato i tassi d'interesse per un altro anno fino a Luglio 2007, quando i tassi d'interesse erano arrivati al 5,75%. La decisione di aumentare i tassi d'interesse è stata maturata a partire dalle previsioni di crescita dell'inflazione. Infatti, a Novembre 2003 la spesa dei consumatori era in crescita, l'attività del mercato immobiliare era in forte ripresa e gli elevati livelli di prestiti garantiti e non garantiti continuavano a sostenere i consumi delle famiglie. La domanda aggregata continuava a crescere e l'inflazione trimestrale relativa ai prezzi delle case pure. Questo scenario lasciava presagire un moderato aumento generale dell'inflazione nel medio termine da tenere sotto controllo, anche se a Novembre 2003 quest'ultima era pari all'1,4% (IAPC: Indice armonizzato dei prezzi al consumo). L'aumento della domanda aggregata lasciava presagire anche un aumento importante dal lato dell'offerta; nel terzo trimestre del 2003, infatti, il PIL è cresciuto dello 0,6% e prospettive di crescita maggiori hanno convinto il Comitato ad aumentare i tassi d'interesse per contenere preventivamente aumenti pericolosi dell'inflazione. Negli anni successivi (di trimestre in trimestre) l'inflazione è aumentata in modo contenuto, rispettando così le previsioni della BOE:

nel 2004 era pari all'1,4%, nel 2005, invece, ha subito un aumento un po' brusco fino al 2,4%, nel 2006 si è mantenuta al 2,5% e, infine, nel terzo trimestre del 2007 il tasso d'inflazione ha raggiunto il tasso target del 2%. Anche il PIL, inoltre, tra il 2003 e il 2007, è cresciuto moderatamente grazie all'inasprimento monetario condotto dalla BOE che ha frenato brusche espansioni economiche che avrebbero, a loro volta, fatto crescere a dismisura l'inflazione. Una panoramica simile avrebbe potenzialmente assicurato alla BOE il raggiungimento di un soft-landing. La crisi finanziaria del 2007/2008, però, ha sconvolto ogni previsione. L'intero sistema economico ha subito una forte recessione che ha costretto la BOE a diminuire velocemente i tassi d'interesse. Il tasso di crescita del PIL ha raggiunto il -2,2% nel 2008 e il tasso di disoccupazione è continuato a crescere esponenzialmente negli anni successivi, fino a raggiungere l'8,2% nel 2011 e a stabilizzarsi intorno al 7% e 8% fino al 2013. Osservando questi dati e riflettendo sulla definizione di soft-landing, è facile, dunque, poter affermare che questo ciclo di inasprimento monetario si è concluso per la BOE con il raggiungimento di un hard-landing.

Caso 2 BOE: Dicembre 2021 – in corso

Il 15 Dicembre 2021 la BOE ha deciso di procedere con l'innalzamento del Bank Rate di 15 punti base, portando, così, il tasso bancario allo 0,25% dallo 0,1% registrato in precedenza. Quello del 15 Dicembre 2021 è stato il primo rialzo dei tassi bancari che ha dato il via ad un ciclo di inasprimento monetario tutt'oggi in corso. L'implementazione di questa politica monetaria restrittiva è finalizzata al contenimento della crescita inflazionistica derivante dall'espansione economica post crisi pandemica. La crescente domanda, infatti, ha incrementato il livello di liquidità nel sistema e il tasso d'inflazione IAPC. Per questo motivo, e grazie alle informazioni raccolte dai contatti di mercato che hanno suggerito delle aspettative d'inflazione in crescita, il Comitato per le politiche monetarie ha deciso di intraprendere un ciclo di inasprimento monetario che dovrebbe ricondurre alla stabilità dei prezzi. Per quanto riguarda il PIL, secondo l'ONS (Office for National Statistics) la produzione è cresciuta dell'1,3% nel terzo trimestre del 2021 e solo dello 0,1% in Ottobre; il PIL è cresciuto ma molto meno rispetto alle aspettative dei mesi precedenti. La spesa pubblica, però, è aumentata dell'1,3%, registrando, così, una crescita superiore alle aspettative iniziali. Tuttavia, "la somma delle componenti di spesa del terzo trimestre è stata significativamente inferiore al PIL nominale, indicando l'incertezza che circonda le stime di spesa e la possibilità di una revisione al rialzo della spesa nei prossimi comunicati" (Bank Of England, Monetary Policy Summary, December 2001). A causa dei "ritardi lunghi e variabili" (Alan S. Blinder, 2023), però,

l'inflazione nel 2022 ha raggiunto il picco del 9,2% dopo il 4,8% dell'anno precedente (2021) e il PIL è cresciuto sempre moderatamente, come era già successo nel 2021. I primi effetti della Politica Monetaria Restrittiva si sono manifestati nel 2023, quando, a distanza di quasi un anno dal picco del 9,2% del 2022, il tasso d'inflazione registrato è stato pari al 6,4% (una diminuzione complessiva di quasi il 3%). Il PIL, come è già stato detto, ha continuato a crescere a tassi decrescenti (come era già successo a partire dal terzo trimestre del 2021) ma, a partire dal primo trimestre del 2022, questo rallentamento della crescita è stato "velocizzato" dall'inasprimento monetario in corso. Dunque, si può affermare che la contrazione della domanda avviata a Dicembre 2021 sta, tutt'oggi, producendo i suoi effetti sul sistema economico: l'inflazione continua a diminuire senza causare contrazioni della produzione totale tali da provocare una drastica recessione economica. Infine, a seguito dei continui rialzi del Bank Rate, il tasso di disoccupazione continua a crescere moderatamente dal terzo trimestre del 2022. La disoccupazione registrata nel secondo trimestre del 2023, infatti, è stata del 4,2% (rispetto al 3,8% dell'ultimo trimestre del 2022 e al 4,0% dell'ultimo trimestre del 2021). La situazione attuale lascerebbe credere che per la BOE sia in arrivo un soft-landing ma è ancora troppo presto per affermarlo dato che il ciclo di inasprimento monetario è ancora in corso.



CONCLUSIONE

Dal lavoro di tesi e delle analisi effettuate è emerso che le Banche Centrali implementano politiche monetarie restrittive con l'obiettivo di contrastare pericolose crescite inflazionistiche, ponendosi come obiettivo fondamentale il tasso d'inflazione target del 2% che garantisce la stabilità dei prezzi. Inoltre, attraverso l'analisi dei cicli di inasprimento monetario condotti dalla

BCE e dalla BOE dal 1999 ad oggi, è emerso che gli effetti economici degli inasprimenti monetari non si manifestano contestualmente all'implementazione degli stessi inasprimenti bensì, quando i consumatori e le imprese cambieranno i loro piani di spesa e finanziamento a seguito dell'aumento dei tassi d'interesse. Questi effetti economici sono, quindi, soggetti a "ritardi lunghi e variabili" (Alan S. Blinder, 2023) perché non è possibile conoscere con esattezza il momento esatto in cui si presenteranno e, soprattutto, in quale forma lo faranno. Successivamente, è stata introdotta la differenza tra la nozione di soft-landing e hard-landing, specificando quando le Banche Centrali possono ottenere l'uno o l'altro risultato come conseguenza dell'implementazione di una politica monetaria restrittiva; si ha soft-landing quando le Banche Centrali sono in grado di ridurre l'inflazione evitando drastici mutamenti della produzione e del tasso di disoccupazione che potrebbero dar vita ad una grave recessione economica. Dalle analisi degli inasprimenti monetari è emerso che le Banche Centrali non sono sempre in grado di ottenere un soft-landing a causa della loro difficoltà di realizzazione. Per riuscirci, però, è molto importante la tempestività di implementazione della politica monetaria restrittiva da parte delle Banche Centrali e l'attendibilità delle previsioni relative agli effetti economici che scaturiranno. Per questo motivo, sarebbe utile che le ricerche future concentrassero le loro risorse sullo studio di un modello capace di stimare preventivamente le tempistiche ideali di implementazione di un ciclo di inasprimento monetario e gli effetti economici che potrebbero verificarsi in seguito, sulla base di approfondite e attuali informazioni macroeconomiche dalle quali partire per costruire le previsioni future. Possiamo dire, in conclusione, che l'obiettivo di soft-landing non è raggiungibile attraverso procedure o modelli di azioni prefissati, in quanto esso dipende da molteplici fattori tra cui la reazione del sistema (consumatori e imprese) che le Banche Centrali non possono gestire, né tantomeno governare. È importante osservare il modo in cui risponde il sistema e, in seguito a tale valutazione, decidere se intensificare o meno l'inasprimento monetario al fine di stimolare la reazione desiderata dal sistema senza causare una recessione economica dalla quale sarebbe complesso uscire.

Parole usate: 7678

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

1. Alan S. Blinder, 2023. Landings, Soft and Hard: The Federal Reserve, 1965–2022. *Journal of Economic Perspectives*—Volume 37, Number 1—Winter 2023—Pages 101–120
2. Banca D'Italia, 2021. Una panoramica della strategia di politica monetaria della BCE. Sito Web della Banca d'Italia [online] disponibile su <https://www.bancaditalia.it/compiti/polmon-garanzie/esito-riesame-strategia-pol-mon/sintesi/index.html> [02/09/2023]
3. N26 Blog, 2022. Stagflazione: significato e conseguenze. Sito Web di N26 Blog [online] disponibile su n26.com/it-it/blog/stagflazione [02/09/2023]
4. Elena Bobeica, Aidan Meyler, Benjamin Bönninghausen, 2021. Serie di documenti occasionali N. 264 / settembre 2021, Le aspettative di inflazione e il loro ruolo nelle previsioni dell'Eurosistema.
5. Banca Centrale Europea, 2018. Indagine speciale SPF 2018
6. Banco BPM, 2022. Significato della parola Soft landing. Glossario. Sito Web di Banco BPM sezione Glossario [online] disponibile su <https://www.bancobpm.it/magazine/glossario/soft-landing/> [02/09/2023]
7. Robert L. Hetzel, 2023. “What Kind of Landing: Soft or Hard?” Mercatus Special Study, Mercatus Center at George Mason University, Arlington, Virginia, January 2023.
8. Istat, 2022. Principali indicatori macro-economici. Paragrafo: 1.1 Una panoramica macro-economica. Sito Web Istat [online] disponibile su <https://www.istat.it/economia-europea-millennio/bloc-1a.html?lang=it> [02/09/2023]
9. Willem F. Duisenberg, President of the European Central Bank, 1999. ECB Press conference: Introductory statement. Thursday, 4 November 1999. Sito Web della Banca centrale Europea [online] disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/1999/html/is991104.it.html> [02/09/2023]
10. Banca Centrale Europea, 2023. Past macroeconomic projections. Sito Web Banca Centrale Europea [online] disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/ecana/html/table.it.html> [02/09/2023]

11. Jean-Claude Trichet, President of the ECB, Lucas Papademos, Vice President of the ECB, 2005. Conferenza Stampa 1/12/2005 Francoforte. Introductory statement. Sito Web della Banca centrale Europea [online] disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2005/html/is051201.it.html> [02/09/2023]
12. Christine Lagarde, Presidente della BCE, Luis de Guindos, Vicepresidente della BCE, 2022. Conferenza Stampa 21/07/2022, Francoforte. Sito Web della Banca centrale Europea [online] disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220721~51ef267c68.it.html> [02/09/2023]
13. Christine Lagarde, Presidente della BCE, Luis de Guindos, Vicepresidente della BCE, 2023. Conferenza Stampa 27/07/2023, Francoforte. Sito Web della Banca centrale Europea [online] disponibile su <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220721~51ef267c68.it.html> [02/09/2023]
14. Bank of England, 2003. Inflation Report November 2003
15. Office for National Statistics, 2021. Gross Domestic Product (GDP). Sito Web Office for National Statistics [online] disponibile su <https://www.ons.gov.uk/economy/grossdomesticproductgdp> [02/09/2023]
16. Bank of England, 2021. Monetary Policy Summary and minutes of the Monetary Policy Committee meeting ending on 15 December 2021. Data di pubblicazione: 16 December 2021