



# **Il quadro macroeconomico: l'evoluzione dei tassi di interesse e dell'inflazione**

Stefano Siviero (Banca d'Italia)

*Annual meeting di studio dedicato alle compagnie di assicurazione  
Palazzo di Varignana, Bologna - 8 giugno 2022*

## Disclaimer

---

*Le opinioni qui espresse sono quelle personali del presentatore e non riflettono necessariamente quelle della Banca d'Italia o dell'Eurosistema.*

**1**

Le eredità del 2021

**2**

La ripresa dell'inflazione

**3**

L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze

**4**

Una tassa ineludibile

**5**

Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro

**1**

**Le eredità del 2021**

**2**

**La ripresa dell'inflazione**

**3**

**L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze**

**4**

**Una tassa ineludibile**

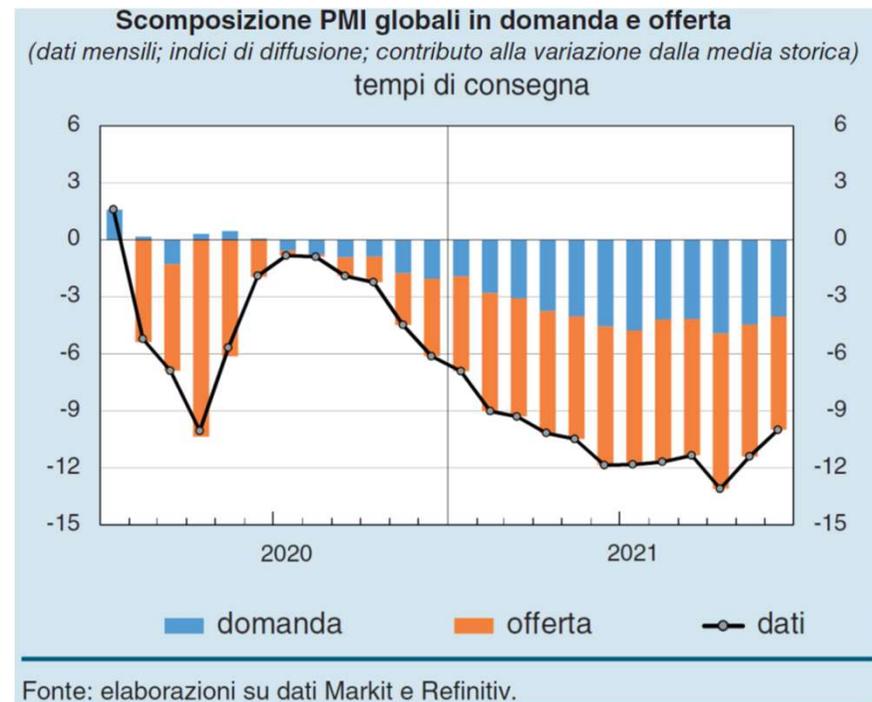
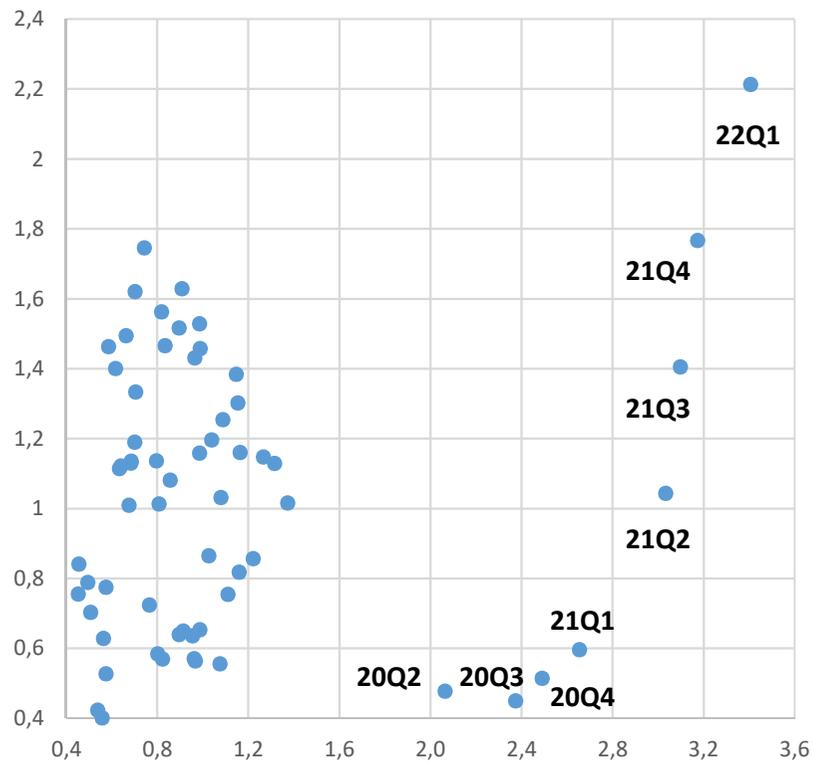
**5**

**Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro**

# Dispersione nelle performance macroeconomiche, colli di bottiglia ...

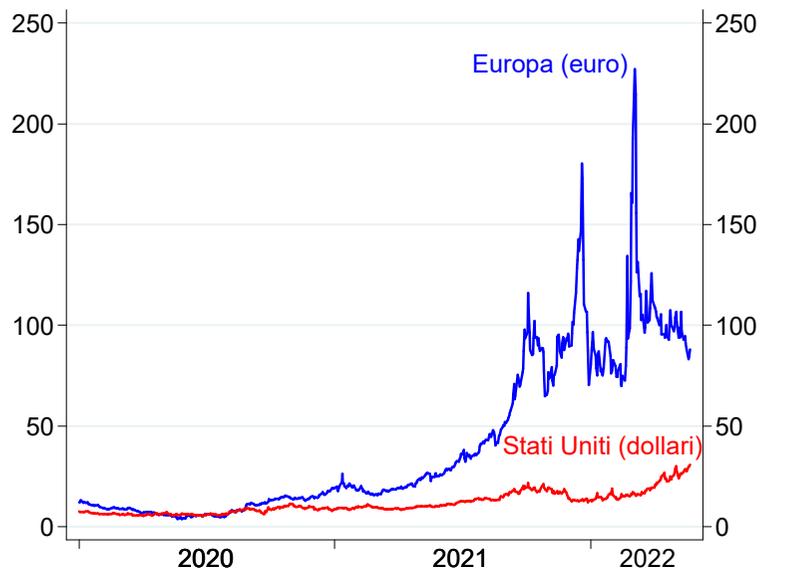
Deviazione standard dei tassi di crescita del PIL (yoy, asse x) e deviazione standard dell'inflazione (yoy, asse y)

(mm 4 termini, USA, UK, Giappone, area dell'euro, 2006Q1-2022Q1)



## ... e aumento senza precedenti dei prezzi dei prodotti energetici, ...

Prezzi del gas

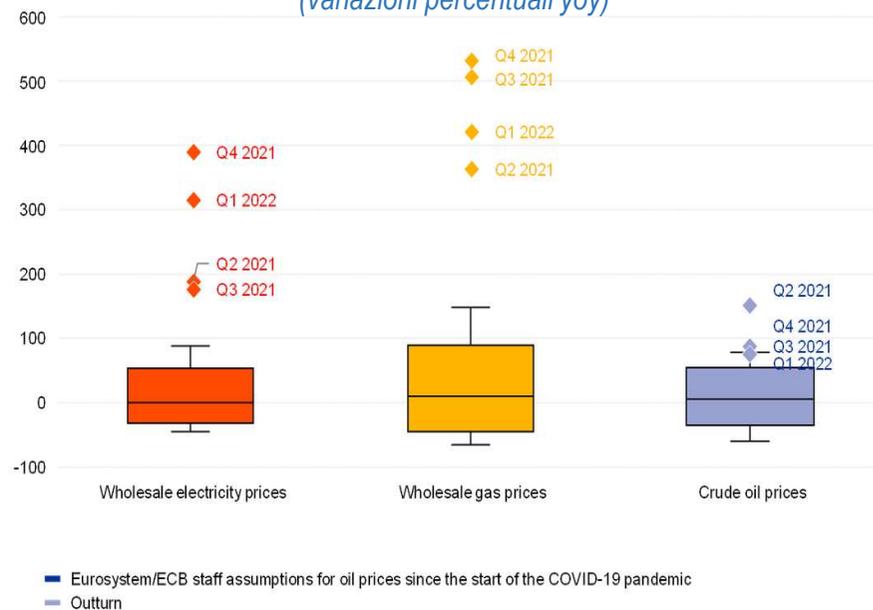


Fonte: Refinitiv. Nota: quotazioni Title Transfer Facility (TTF) per il gas europeo e Henry Hub per quello statunitense.

«le quotazioni del gas in Europa ... dallo scorso settembre si sono portate in media a circa 90 euro per megawattora, con picchi attorno ai 200 euro, da poco più di 10 nei mesi precedenti la pandemia. L'aumento è stato molto più contenuto negli Stati Uniti, da quasi 10 a circa 20 dollari» (Visco, 31 maggio 2022)

Prezzi delle materie prime energetiche in Europa

(variazioni percentuali yoy)

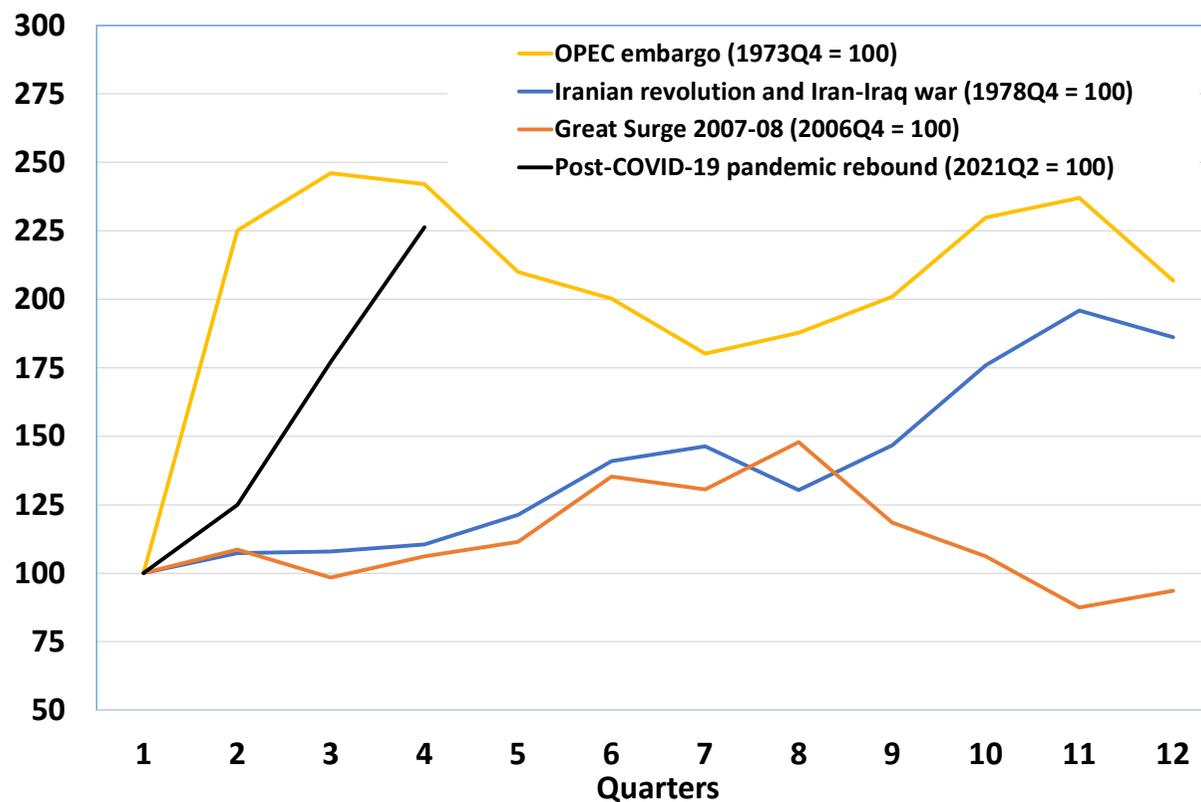


box plots refer to distributions between the second quarter of 2005 and the first quarter of 2021, boxes span from the first to the third quartile and horizontal dashes represent minimum and maximum values; wholesale electricity prices are a weighted average (using electricity generation as weights) of prices in the "big five" euro area markets. In panel b) the dark blue lines refer to the assumptions used in the projections successively

Fonte: ECB

## ... con conseguente maggiore spesa per importazioni

L'impatto di diversi episodi di crisi energetica sulle importazioni di energia in rapporto al PIL, Italia



Fonte: aggiornamento della Fig. 2 di "An Assessment of Italy's Energy Trade Balance", Claire Giordano ed Enrico Tosti, Banca d'Italia, Questioni di Economia e Finanza, 2022

1

Le eredità del 2021

2

La ripresa dell'inflazione

3

L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze

4

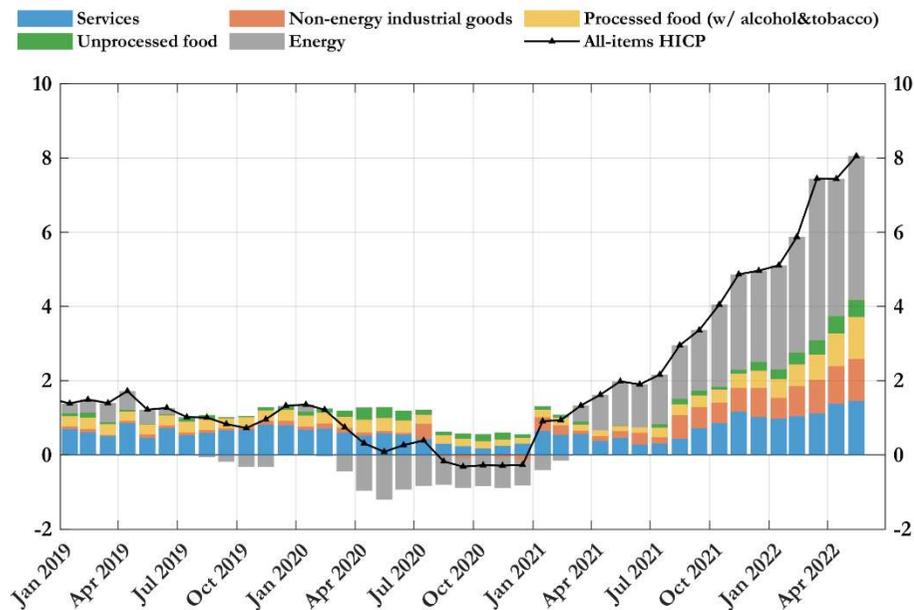
Una tassa ineludibile

5

Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro

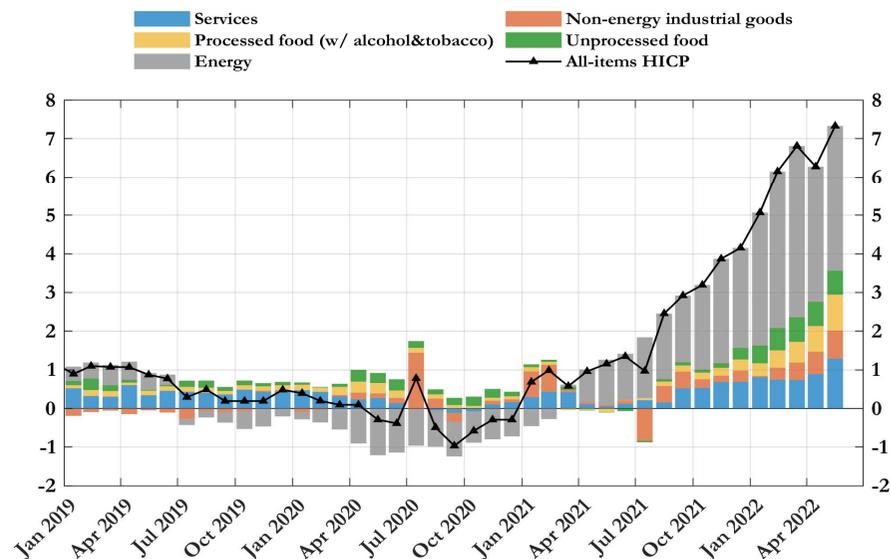
# Inflazione nell'area dell'euro: accelerazione di oltre 8 pp in 12-18 mesi

Inflazione (variazioni percentuali)  
e contributi all'inflazione (punti percentuali) nell'area dell'euro



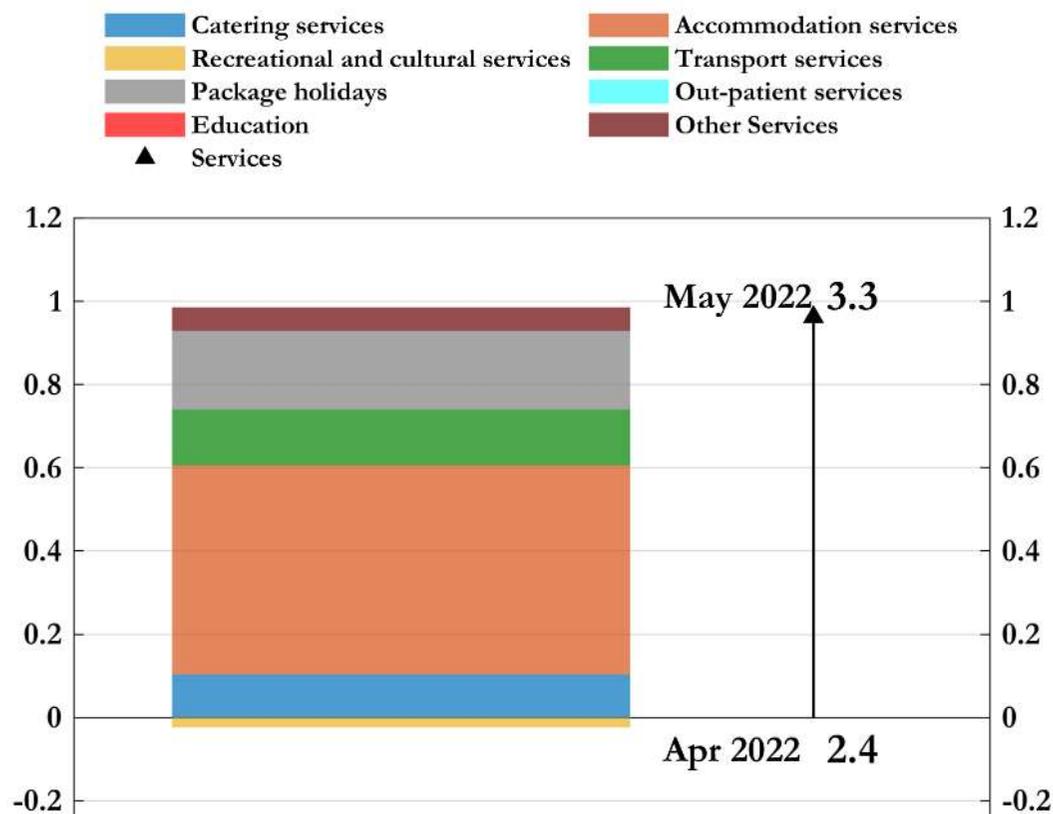
Distribuzione  
variazioni dei  
prezzi

Inflazione (variazioni percentuali)  
e contributi all'inflazione (punti percentuali) in Italia



## A maggio in Italia: forte contributo dei servizi legati al turismo (oltre all'energia)

Contributi alla variazione dell'inflazione dei servizi in Italia (punti percentuali)



**1**

Le eredità del 2021

**2**

La ripresa dell'inflazione

**3**

**L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze**

**4**

Una tassa ineludibile

**5**

Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro

# Inflazione nell'area dell'euro e negli Stati Uniti

---

## Area dell'euro

- **Ultimo dato: 8,1% (maggio)**
- **Forte accelerazione: ca. 8,5 pp da settembre 2020**
- **Aspettative: ancorate**
  
- **Contributo delle componenti volatili: 5,5 pp**
- **Dinamica salariale: meno del 2% (poco al di sopra di superiore a quella del 2021)**
  
- **Revisione della crescita, FMI, aprile vs. gennaio: -1,1 pp (a 2,8%)**

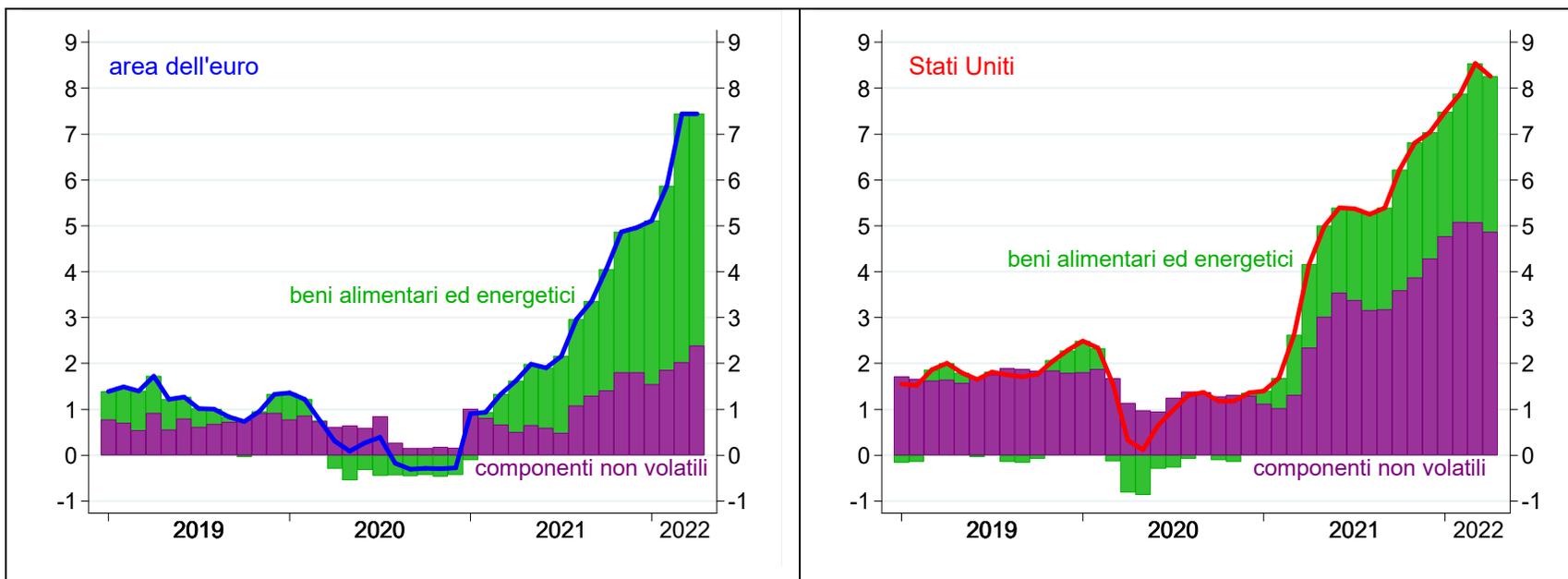
## Stati Uniti

- **Ultimo dato: 8.3% (aprile; -0,2 pp rispetto a marzo)**
- **Forte accelerazione: ca 8 pp da maggio 2020**
- **Aspettative: ancorate**
  
- **Contributo delle componenti volatili: circa 3 pp**
- **Dinamica salariale: circa 5% (2 pp al di sopra di quella di inizio 2021)**
  
- **Revisione della crescita, FMI, aprile vs. gennaio: -0,3 pp (a 3,7%)**

*«Unlike some other advanced economies, the euro area is not facing a situation of excess domestic demand. Instead, the euro area is confronted with a war on its doorstep that comes on top of a series of negative supply shocks generated abroad»  
(Panetta, 25 maggio 2022)*

## Nell'area dell'euro il contributo delle componenti non volatili è più contenuto ...

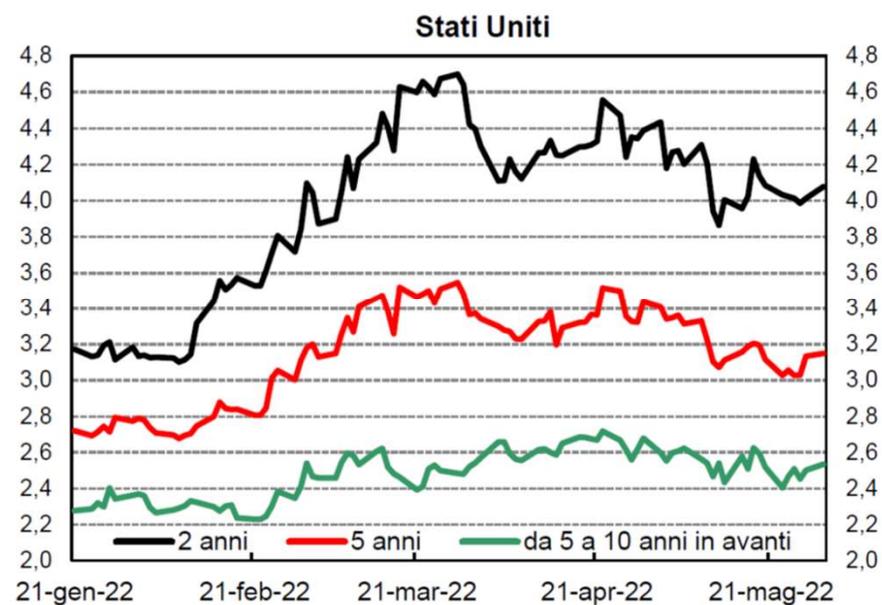
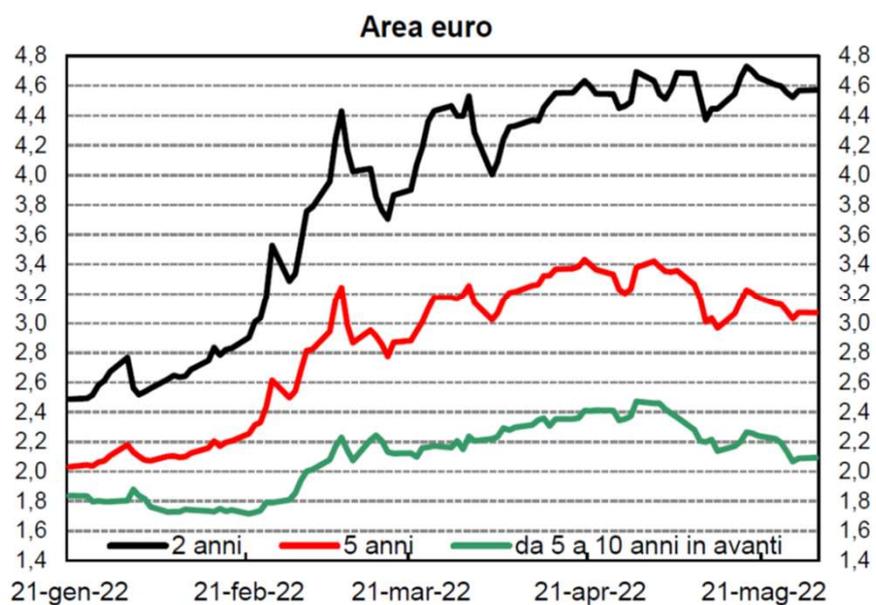
Contributi alla crescita dei prezzi al consumo  
(variazioni percentuali e punti percentuali)



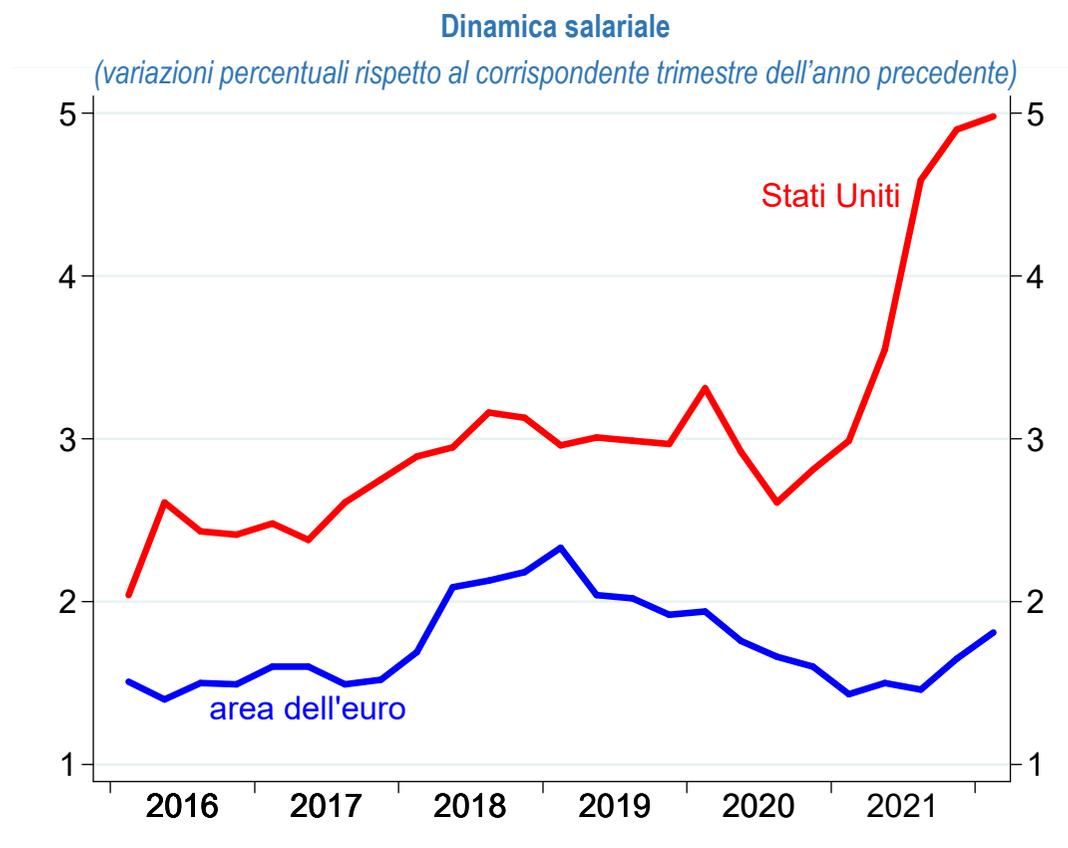
Fonte: Eurostat e US Bureau of Labor Statistics.

Nota: variazioni percentuali sui dodici mesi.

## Le aspettative di inflazione sono ancorate in entrambe le economie



## ... e la crescita salariale molto più bassa



Fonte: Banca centrale europea e US Bureau of Labor Statistics.

Nota: retribuzioni contrattuali al netto delle componenti straordinarie per l'area dell'euro ed Employment Cost Index per gli Stati Uniti.

1

Le eredità del 2021

2

La ripresa dell'inflazione

3

L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze

4

Una tassa ineludibile

5

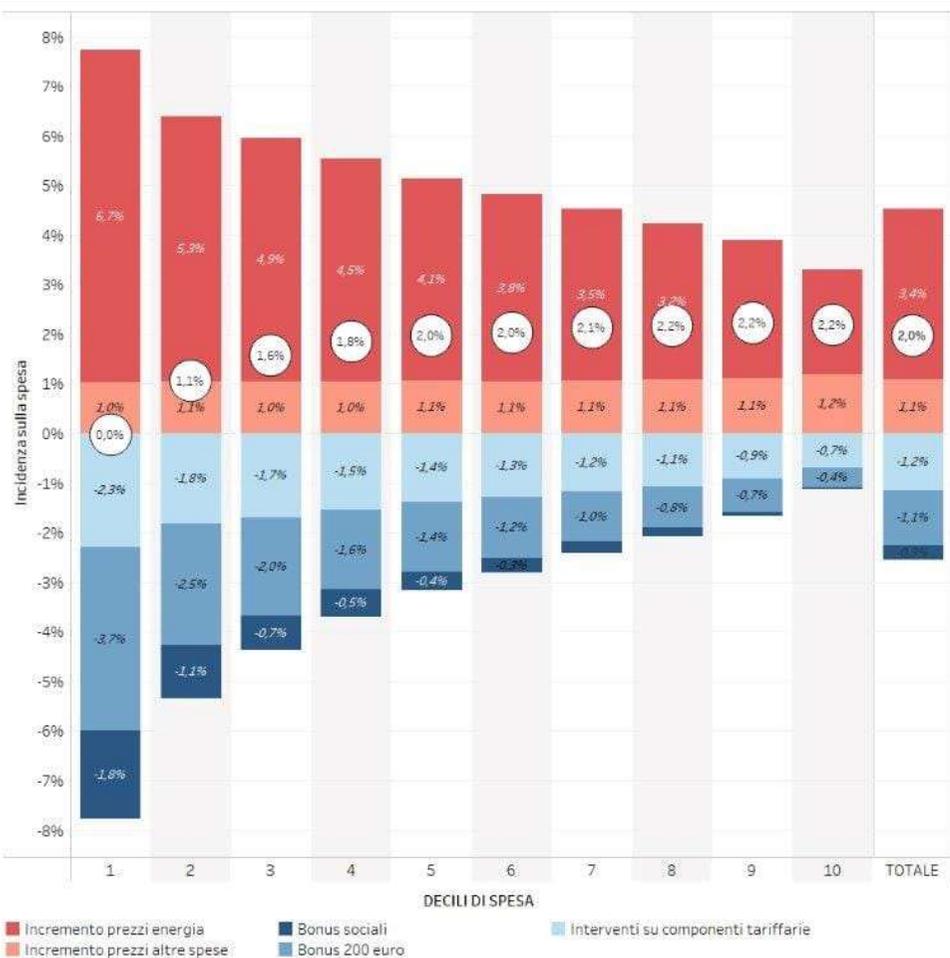
Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro

## Una tassa ineludibile, ...

---

*«L'aumento dei prezzi delle materie prime importate è una tassa ineludibile per il Paese ...» (Visco, 31 maggio 2022)*

## ... i cui effetti possono essere (selettivamente) attenuati dall'azione pubblica, ...



Variazione della spesa per effetto della dinamica dei prezzi tra giugno 2021 e maggio 2022 per decili di spesa equivalente al lordo e al netto degli interventi di sostegno

«... L'azione pubblica può ridistribuirne gli effetti tra famiglie, fattori di produzione, generazioni presenti e future; non può annullarne l'impatto d'insieme» (Visco, 31 maggio 2022)

Fonte: Audizione della Presidente dell'Ufficio parlamentare di bilancio, 30 maggio 2022

## ... mentre sarebbe vano cercare di farvi fronte con rincorse tra prezzi e salari

---

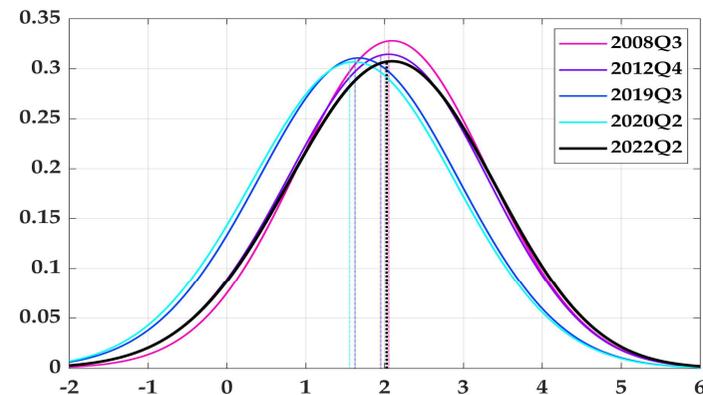
*«L'aumento dei corsi delle materie prime non può essere contrastato direttamente dalla politica monetaria. Quello che la politica monetaria può fare è assicurare la stabilità dei prezzi nel medio termine, preservando l'ancoraggio delle aspettative d'inflazione e contrastando vane rincorse tra prezzi e salari» (Visco, 31 maggio 2022)*

## Osservato speciale: aspettative di inflazione

Le aspettative di inflazione rilevate dalla *Survey of Professional Forecasters (SPF)* e quelle ricavate dalle quotazioni dei mercati (*inflation swap*) si sono rapidamente ri-ancorate su livelli coerenti con l'obiettivo di stabilità dei prezzi della BCE.

Quelle dei consumatori e delle imprese (italiane), più disperse e con tendenziale distorsione verso l'alto, sono anch'esse coerenti con un fenomeno inflattivo di natura transitoria.

→ Le aspettative non segnalano (per ora) rischi di disancoraggio “verso l'alto” (rischi di disancoraggio “verso il basso” si erano invece manifestati con la lunga disinflazione del 2013-2022).



Distribuzione delle attese di inflazione a lungo termine, SPF (stime kernel)

**1**

Le eredità del 2021

**2**

La ripresa dell'inflazione

**3**

L'inflazione nell'area dell'euro e negli USA: somiglianze e differenze

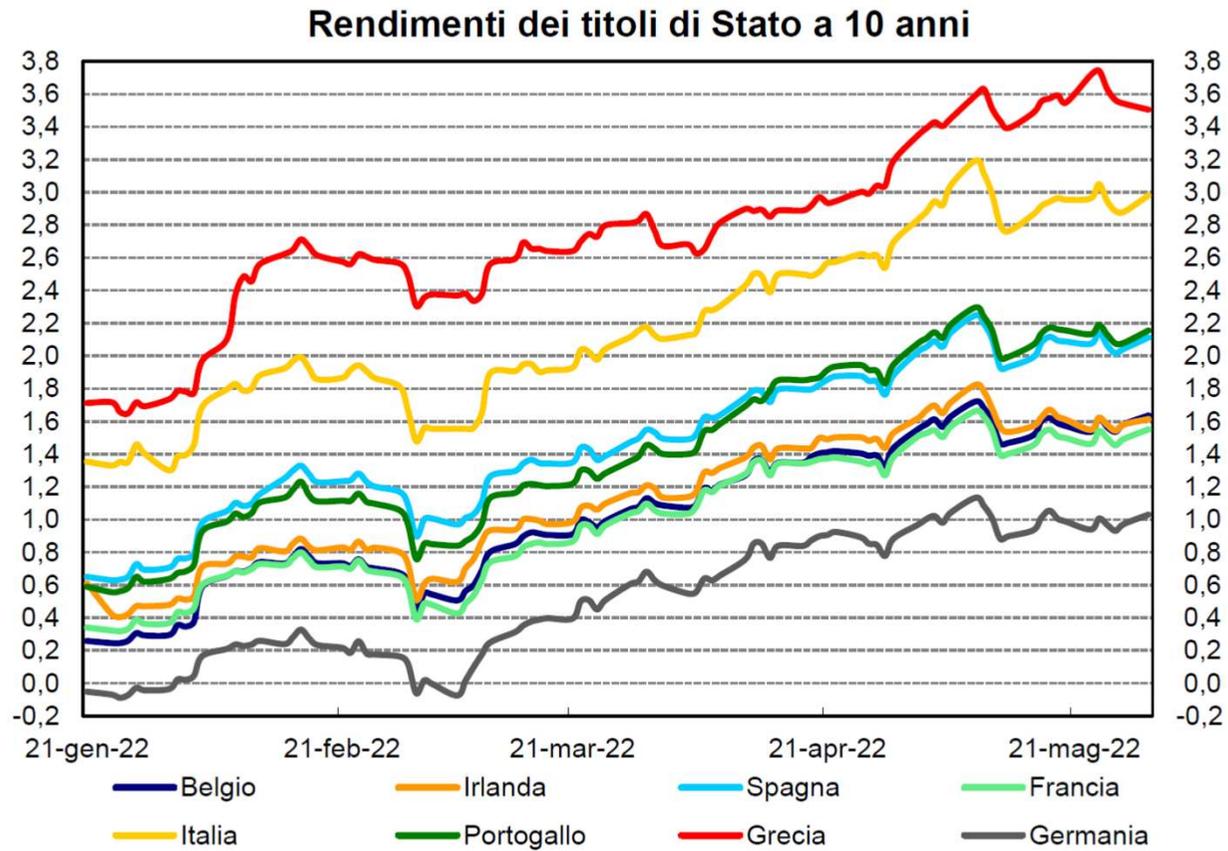
**4**

Una tassa ineludibile

**5**

**Graduale risalita dei tassi di interesse nell'area dell'euro**

## Rendimenti in aumento, con incremento degli spread

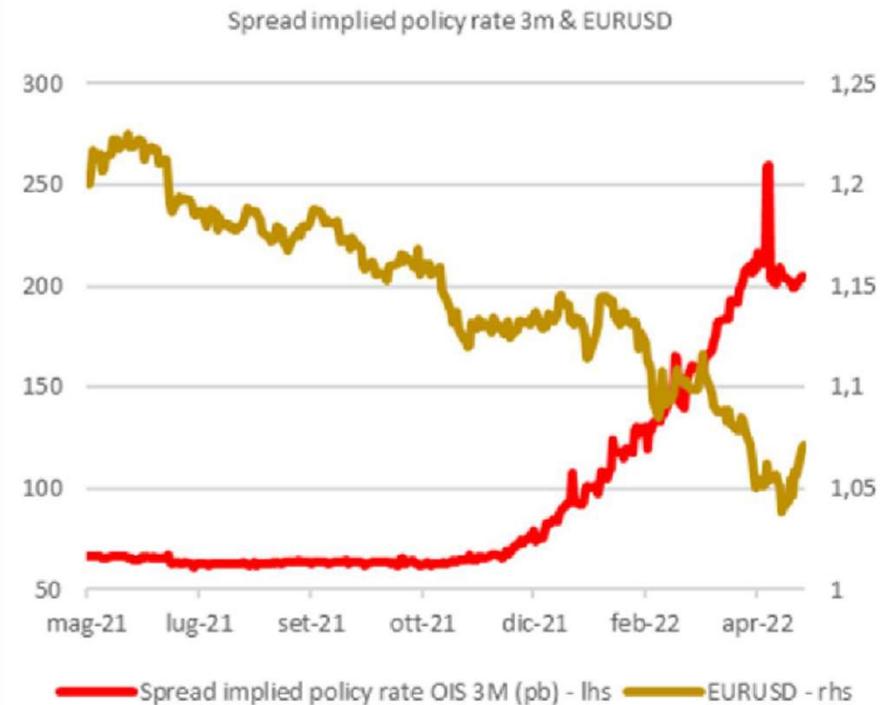
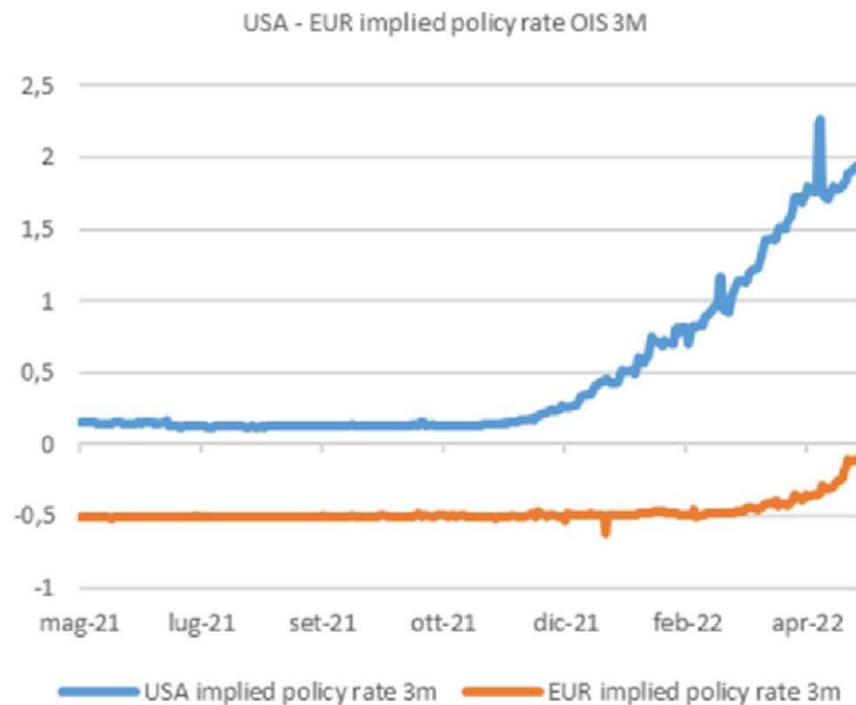


## Opinioni nel Consiglio Direttivo della BCE (estratti)

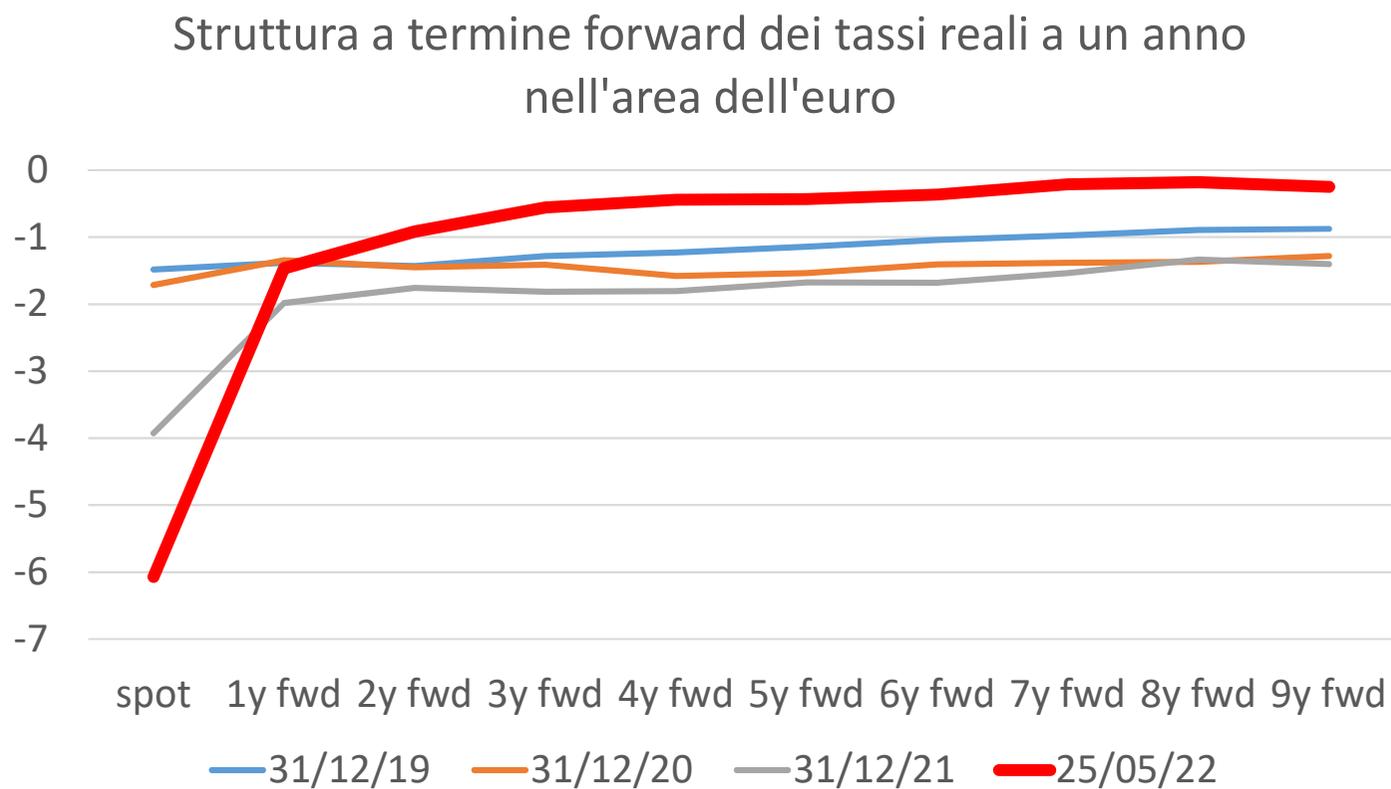
---

- 28 aprile, Visco: ECB Rate Hike May Come in 3Q or at Year End
- 6 maggio, Villeroy: A meno di nuovi shock, direi che è ragionevole che [i tassi] entrino in territorio positivo entro fine anno
- 17 maggio, Knot: First at ECB to Raise Prospect of Half-Point Rate Hike
- 18 maggio, Rehn: La BCE eliminerà rapidamente i tassi negativi
- 18 maggio, De Cos: Rialzo all'inizio del terzo trimestre.
- 20 maggio, Visco: June certainly not because ... we have stated we will move after [the end of APP]. After means perhaps July. And gradual means in my view that we [...] we should move without creating uncertainty
- 24 maggio Lagarde: Penso che gli acquisti netti del programma APP finiranno all'inizio del terzo trimestre; questo ci permetterà di effettuare un primo rialzo dei tassi nel primo meeting di luglio e così saremo nella posizione di uscire dai tassi negativi alla fine del terzo trimestre
- 24 maggio, Holzmann: Rialzo tassi da 50 pb a luglio sarebbe appropriato
- 24 maggio, Kazaks: ECB Shouldn't Rule Out Half-Point Rate Hikes
- 24 maggio, Villeroy : Su rialzo da mezzo punto non c'è consenso
- 25 maggio, Panetta: Subject to incoming data – we are and should remain data-driven – both the economic outlook and the principles I have outlined justify ending net asset purchases and then gradually exiting negative rates.
- 31 maggio, Lane: The process of removing the stimulus should be gradual. Increases of 25 basis points in the July and September meetings are a benchmark pace
- 31 maggio, Visco: Il quadro congiunturale ... rende opportuno abbandonare la politica di tassi ufficiali negativi. Data l'incertezza delle prospettive economiche il rialzo dovrà avvenire con gradualità. Le condizioni di finanziamento dell'economia resteranno comunque ampiamente favorevoli.

## Divergenza nei tassi a breve negli USA e nell'area dell'euro, con effetti sul cambio



## Le quotazioni di mercato prefigurano tassi reali che rimangono negativi a lungo



*Grazie per l'attenzione!*