



*Giancarlo Bertocco*

L'Inflazione non è un fenomeno monetario.  
Un'analisi critica del modello teorico che ispira le scelte della  
Banca Centrale Europea

Varese, 29 Aprile 2025

# Tema e struttura della lezione

---

- **Modelli teorici: quale rilevanza pratica?**
- La BCE – 1999 – gestisce la **politica monetaria** dell'area Euro  
Modello teorico → Diagnosi → Terapia; strumenti, obiettivi  
Modello teorico dominante (80%); economisti critici (20%): Marx (1818-1883);  
Keynes (1883-1946), J. Schumpeter (1883 – 1950); H. Minsky (1919 – 1996)  
BCE → modello teorico dominante
- Due **obiettivi**
  1. punti fondamentali e limiti del **modello teorico (MT) della BCE**: il MT non è in grado di spiegare il funzionamento delle economie contemporanee
  2. Quali **conseguenze**?
    - a) crisi finanziaria 2007-2008
    - b) deflazione 2013-2022
    - c) alta inflazione 2022-2023

# Agenda



1. **Il modello teorico della BCE: TQM**
  - a) **Prima Versione**
  - b) Seconda Versione
2. La politica monetaria della BCE
3. I limiti del modello teorico della BCE
4. Conseguenze:
  - a) Crisi
  - b) Inflazione

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 1 (1/3)



Sito della BCE, sezione Politica Monetaria: «***Mantenere stabili i prezzi è il massimo che la politica monetaria può fare per la crescita economica***»

- La stabilità dei prezzi è il primo e unico obiettivo della BCE
- **Teoria Quantitativa della Moneta** (TQM) pilastro della teoria macroeconomica contemporanea
- Due versioni della TQM; due punti in comune:
  - 1. neutralità della moneta:** reddito  $Y$ , occupazione  $N$ , consumi  $C$ , risparmi  $S$ , investimenti  $I$ , tasso di interesse  $r$ , capitale  $K$ , crescita, non dipendono dalla moneta
  - 2. L'inflazione è un fenomeno monetario**

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 1 (2/3)



- La prima versione della TQM risale al XVIII secolo, David Hume
- Versione moderna:
  - Milton **Friedman**, premio Nobel 1976
  - Robert **Lucas**, premio Nobel 1996
- **Moneta esogena**; moneta legale creata dalla Banca Centrale; la quantità di moneta è controllata dalla BC
- **L'inflazione è un fenomeno monetario**: *«L'inflazione è sempre e comunque un fenomeno monetario, nel senso che può essere, e in realtà è, determinato unicamente da un incremento dell'offerta di moneta più rapido dell'aumento della produzione»* (Friedman 1991, p. 57)
- Per controllare l'inflazione è necessario controllare la **quantità di moneta**; banche centrali **indipendenti** dai governi

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 1 (3/3)



- **1999-2003:** Prima fase della vita della BCE → La BCE persegue l'obiettivo della stabilità dei prezzi controllando la **quantità di moneta (M)**; tasso di crescita annuo di M pari al 4,5%
- **Dal 2003:**
  - la BCE cambia la propria strategia poiché la relazione tra moneta e prezzi è diventata **instabile**
  - lo strumento è il **tasso di interesse di riferimento (r)** che la BCE applica ai finanziamenti concessi al sistema bancario.
  - **Problema teorico:** il controllo di r contrasta con il concetto di neutralità della moneta; r prezzo delle risorse risparmiate
  - Il passaggio dallo strumento M allo strumento r; **seconda versione della TQM**, Knut Wicksell fine del XIX e inizio del XX secolo

# Agenda



---

## 1. Il modello teorico della BCE: TQM

a) Prima Versione

**b) Seconda Versione**

2. La politica monetaria della BCE

3. I limiti del modello teorico della BCE

4. Conseguenze:

a) Crisi

b) Inflazione

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (1/9)



- **Prima versione:** Moneta esogena controllata dalla BC: dollari, sterline; euro  
**Seconda versione:** Moneta endogena (moneta bancaria) non controllata dalla BC
- **Moneta bancaria:** Moneta bancaria: passività delle banche (Depositi bancari) che vengono utilizzati come mezzi di pagamento mediante: assegni, bonifici, bancomat, carte di credito, ecc.
- **M (moneta)** = BM (base monetaria; moneta legale, euro, dollari) + Moneta Bancaria (Depositi)
- **Obiettivo di Wicksell:** elaborare una nuova versione della TQM valida per un sistema economico che impiega una moneta bancaria
- Moneta bancaria è una moneta endogena non controllata dalla BC



# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (2/9)



- Come **viene creata la moneta bancaria**?
  - Stato patrimoniale delle banche: **crediti = depositi**
- Qual è la relazione causale tra crediti e depositi?
  - Wicksell, moneta endogena: **crediti → depositi**
  - In un mondo in cui i depositi vengono usati come mezzo di pagamento **le banche possono concedere prestiti** (crediti) autorizzando le imprese ad emettere ordini di pagamento (bonifici bancari); non hanno bisogno di raccogliere moneta legale e di prestare la moneta legale raccolta;
  - Le banche autorizzano il debitore ad emettere un ordine di pagamento nei loro confronti (bonifico bancario, assegno bancario)
  - **Moneta endogena**; non dipende dalla banca centrale
  - La **quantità di Depositi** (moneta bancaria) **dipende dai prestiti** ( $L$ );
  - I prestiti dipendono dal tasso di interesse applicato dalle banche:  $r_L$

- $r_L = f(r)$  ( $r$  = tasso di riferimento fissato dalla BC; Riserve bancarie)
  - $r \uparrow \rightarrow r_L \uparrow \rightarrow L(\text{prestiti}) \downarrow \rightarrow D(\text{depositi/moneta bancaria}) \downarrow \rightarrow \text{Inflazione} \downarrow$
  - $r \downarrow \rightarrow r_L \downarrow \rightarrow L \uparrow \rightarrow D \uparrow \rightarrow \text{Inflazione} \uparrow$
- Prestiti, depositi e tasso di inflazione dipendono dal tasso di interesse di riferimento fissato dalla BC ( $r$ ) (**per semplicità:  $r = r_L$** )
- **Problema teorico:**  
la BC controlla  $r$ ; come si concilia con il concetto di **neutralità della moneta**?  $r$  influenza risparmi e investimenti

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (4/9)



- Soluzione di Wicksell: concetto di **tasso di interesse naturale** ( $r_n$ )
- Wicksell: per definire  $r_n$  è necessario ipotizzare: «...come apparirebbero i fenomeni del capitale e dell'interesse sul capitale nel caso in cui il capitale ... fosse prestato in natura **senza l'impiego della moneta** ... se il capitale fosse prestato in natura si determinerebbe sul mercato del credito, attraverso la domanda e l'offerta di capitale disponibile, un determinato tasso di interesse che sarebbe il tasso di interesse naturale sul capitale» (Wicksell 1898)
- $r_n$  è il tasso che mette in equilibrio domanda e offerta di beni capitale **K**
- **K** corrisponde ai **mezzi di produzione** usati dai lavoratori: aratri, trattori, computer
- **K** è una grandezza stock che si accumula di periodo in periodo in **funzione** delle decisioni di **Investimento** (I);

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (5/9)



- **Mercato dei capitali in termini di flussi:** gli (I) rappresentano il flusso di domanda di nuovi beni capitale da parte delle imprese; l'offerta di nuovi beni capitali invece corrisponde al flusso di **risparmio (S)**
- $r_n$  è il prezzo che mette in **equilibrio risparmi e investimenti** definiti in termini di beni (mondo senza moneta):
  - $S(Y, r_n) = I(r_n)$ ; due incognite:  $Y, r_n$ ; è necessario conoscere  $Y$
- **Neutralità della moneta;**  $Y$  dipende dalla disponibilità di fattori produttivi:
  - funzione di produzione:  $Y = f(K, N)$
  - $K$  stock di capitale:  $K$  grandezza omogenea: aratri, o trattori, o computer;  $K$  è un numero; grandezza omogenea: aratri o trattori o computer
  - $N$  lavoratori omogenei
  - $Y$  grandezza omogenea; unico bene (grano). La funzione di produzione descrive un mondo in cui si produce un unico bene
  - Determiniamo  $K$  e  $N$

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (6/9)



- $K^*$  stock di **capitale accumulato** in passato
- $N$  è determinato sul **mercato del lavoro**
  - domanda di lavoro  $N_d(w)$  dipende dal salario ( $w$ )
  - offerta di lavoro  $N_s(w)$  dipende dal salario ( $w$ )
- Equilibrio mercato del lavoro determina  $w^*$ ,  $N^*$ 
  - $Y^* = f(K^*, N^*)$
- Determinato  $Y^*$  otteniamo:
  - $S(Y^*, r_n) = I(r_n)$
- $r_n$  è il tasso di interesse che mette in equilibrio  $S$  e  $I$ ;  $S$  e  $I$  sono grandezze reali indipendenti dalla moneta
- $r_n$  **vale in una economia grano**

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (7/9)



- Secondo Wicksell e la teoria mainstream il concetto di  $r_n$  **vale anche nelle economie contemporanee** che impiegano una moneta bancaria
- Due tassi di interesse:  $r$  tasso di interesse monetario,  $r_n$  tasso di interesse naturale
- I due tassi possono assumere valori diversi per due ragioni: 1)  $r$  è fissato dalla BC;  **$r$  naturale non è una grandezza osservabile**
- Quale criterio deve seguire la BCE per manovrare  $r$ ? Obiettivo: inflazione
- L'inflazione dipende dallo squilibrio tra  $r$  e  $r_n \rightarrow \text{Inflazione} = f(r - r_n)$ . **Tre casi:**
  1.  $r_1 = r_n \rightarrow$  **prezzi stabili**:  $L_s(r_1) = S(Y^*, r_n)$  la presenza della moneta bancaria non modifica l'equilibrio 'naturale' che si determinerebbe in un mondo senza moneta
  2.  $r_2 < r_n \rightarrow$  **inflazione**:  $L_s(r_2) > S(Y^*, r_n)$ ; eccesso di offerta di credito che crea inflazione
  3.  $r_3 > r_n \rightarrow$  **deflazione**:  $L_s(r_3) < S(Y^*, r_n)$ ; il credito bancario è inferiore al flusso di risparmio naturale; questo produce deflazione

# Il Modello Teorico della BCE: TQM – Versione 2 (8/9)



- *«Se il tasso di interesse monetario corrisponde al tasso di interesse naturale, l'impiego della moneta non avrebbe alcun effetto sull'equilibrio economico, le transazioni monetarie diventano soltanto la forma particolare di un fenomeno che, dal punto di vista teorico avrebbe potuto manifestarsi senza l'impiego della moneta» (Wicksell 1898)*
- *Se i due tassi coincidono : «non c'è alcuna ragione che giustifichi una variazione del livello dei prezzi» (Wicksell 1898)*
- *«Se, d'altra parte, il tasso di interesse monetario fosse diverso dallo standard ideale appena menzionato, l'equilibrio economico e con esso l'equilibrio dei prezzi, sarebbe ipso facto, disturbato» (Wicksell 1898)*

- L'inflazione dipende dallo squilibrio tra il tasso di interesse di riferimento ( $r$ ) e quello naturale ( $r_n$ )
- **Problema:  $r_n$  non è una grandezza osservabile**
- Risposta di Wicksell e sostenitori della TFM: il tasso di inflazione è un indicatore della presenza o meno di uno scostamento tra  $r_L$  e  $r_n$ 
  - Prezzi stabili  $\rightarrow r = r_n$ ; la BC non interviene
  - Inflazione  $\rightarrow r < r_n$ ; la BC interviene  $r \uparrow$
  - Deflazione  $\rightarrow r > r_n$ ; la BC interviene  $r \downarrow$



# Agenda

---



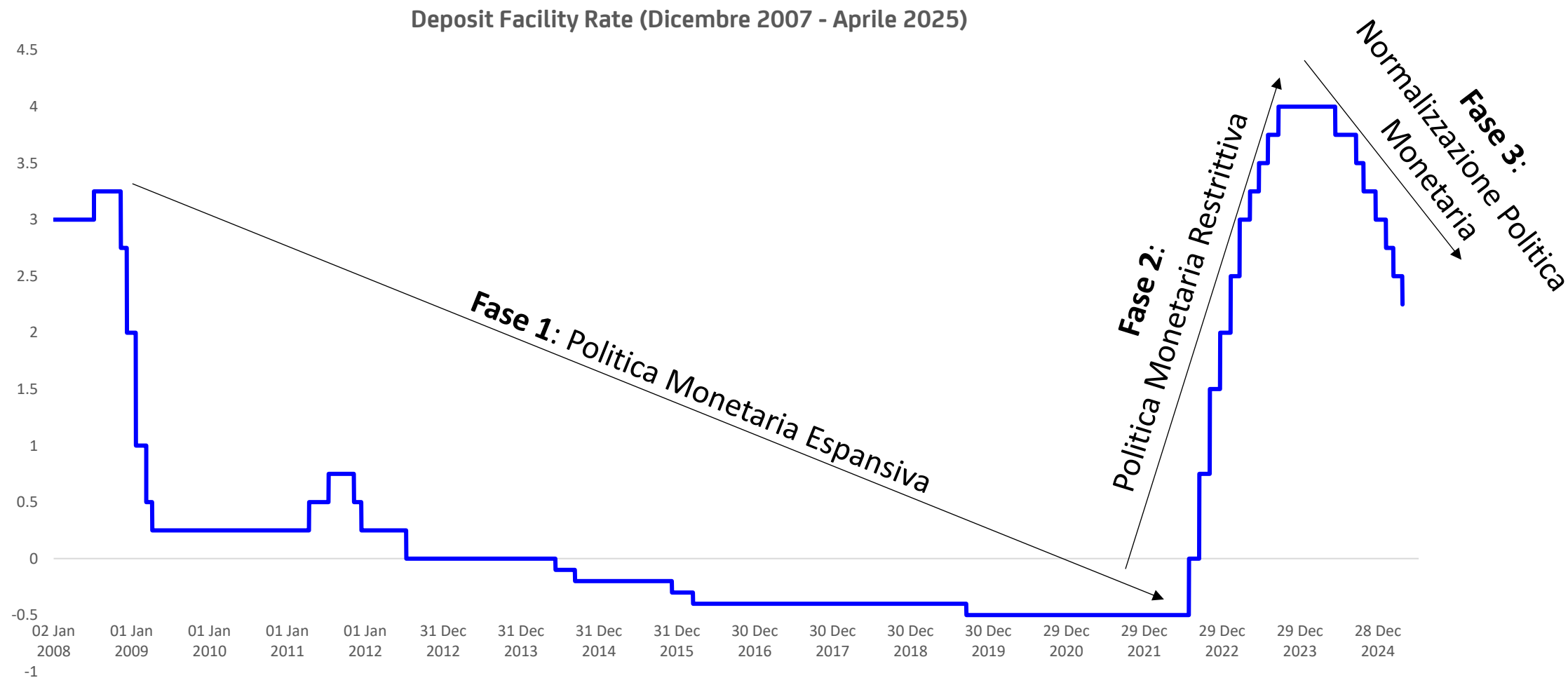
1. Il modello teorico della BCE: TQM
  - a) Prima Versione
  - b) Seconda Versione
- 2. La politica monetaria della BCE**
3. I limiti del modello teorico della BCE
4. Conseguenze:
  - a) Crisi
  - b) Inflazione

# La politica monetaria della BCE (1/5): due fasi



- La seconda versione della TQM spiega la politica monetaria della BCE a partire dal 2003
- Periodo 2009-2025: tre fasi
  1. **Fase 1 (2009-2022)**: dopo la crisi finanziaria 2007-08, a partire dal 2013-14 si registrano tassi di inflazione inferiori al valore obiettivo del 2% → la BCE abbassa  $r$  dal 3,25% del 2008 al -0,5% negli anni 2014 - Luglio 2022
    - BCE usa il concetto di **tasso naturale di interesse**
  2. **Fase 2 (2022-2024/06)**: aumenta l'inflazione → la BCE aumenta  $r$  da -0,5% al 4,0%
  3. **Fase 3 (2024/07 – presente)**: la BCE riduce  $r$  seguendo trend inflazione

# La politica monetaria della BCE (2/5): evoluzione DFR



# La politica monetaria della BCE (3/5): Prima Fase e $r_n$



*«Perché i tassi di interesse sono così bassi? E' dovuto alle scelte delle autorità monetarie? ... Per comprendere pienamente la situazione presente è utile considerare il concetto ... di **tasso reale di equilibrio** (o neutrale) determinato ... da fattori economici reali di lungo periodo e indipendenti da fattori monetari. Questo concetto si basa sulla tesi secondo cui esistono **forze economiche reali** che nel lungo periodo determinano un **equilibrio di piena occupazione con prezzi stabili**. Quindi il ruolo della politica monetaria dovrebbe essere quello di **spingere il tasso di interesse monetario verso il valore di equilibrio**. Questo concetto si basa sull'ipotesi che **moneta e finanza siano neutrali** nel lungo periodo...»*  
(BCE 2016)

- **Fase 1 (2014-2022):**  $r = 0$  e tasso di inflazione  $< 2\%$ ; inefficacia della politica monetaria
- Inflazione dipende da  $(r - r_n) \rightarrow$  inflazione bassa o deflazione implica  $r > r_n$
- Con  $r = 0$ , si avrà  $r_n < 0$ ; ECB: inefficacia della politica monetaria è dovuta alla presenza di tassi di interesse naturali negativi

# La politica monetaria della BCE (4/5): QE e TQM



*«... lo spazio per misure 'convenzionali di politica monetaria', cioè manovre del tasso di interesse, è stato completamente utilizzato negli ultimi anni, sia nell'area Euro che in molte economie avanzate. Ciò si spiega con il fatto che le banche centrali devono tenere il tasso di interesse reale al di sotto del cosiddetto tasso reale di equilibrio al fine di incrementare l'inflazione. Quest'ultimo dipende da fattori strutturali che influenzano la propensione al risparmio dell'economia e la propensione ad investire, per esempio cambiamenti demografici o relativi alla produttività.*

*Il tasso di interesse reale di equilibrio non può essere osservato direttamente ma deve essere stimato. E praticamente tutte le stime mostrano che il tasso di interesse reale di equilibrio si è drasticamente ridotto negli ultimi 20 anni. In realtà, molte stime hanno mostrato tassi di interesse negativi in anni recenti. Questo suggerisce che l'offerta di capitale si trova di fronte ad una domanda relativamente bassa – in altri termini che la propensione al risparmio ha di fronte una relativamente bassa propensione ad investire.» (Schnabel, 2020)*

- L'inefficacia della manovra di  $r \rightarrow$  misure non convenzionali = **Quantitative Easing** (i.e. finanziamenti straordinari al sistema bancario e acquisto di titoli)

# La politica monetaria della BCE (5/5): inflazione

---



- **Seconda fase:** a partire dal Luglio 2022 la BCE aumenta ripetutamente  $r$  da -0,5% al 4% del Settembre 2024
- **Terza fase:** a partire da Settembre 2024 , con la riduzione del tasso di inflazione, la BCE riduce  $r$ ; ad Aprile 2025  $r$  è pari al 2,25%.
- **Conclusione:** stretto legame teoria mainstream e MT BCE : TQM: 1) neutralità della moneta; 2) inflazione fenomeno monetario; due versioni
- 1999-2003; prima versione: controllo  $M$
- 2003-2025; seconda versione; moneta endogena;  $r$  monetario e  $r$  naturale

# Agenda

---



1. Il modello teorico della BCE: TQM
  - a) Prima Versione
  - b) Seconda Versione
2. La politica monetaria della BCE
- 3. I limiti del modello teorico della BCE**
4. Conseguenze:
  - a) Crisi
  - b) Inflazione

# I limiti del MT della BCE (1/2): Moneta Bancaria

---

- Il punto di vista degli economisti eretici
- Il modello di riferimento della BCE:
  - **accettato dalla grande maggioranza** degli economisti (80-85%)
  - **rifiutato dalla minoranza eterodossa/eretica** degli economisti (20%-15%), i cui più importanti del '900 sono: J.M. **Keynes (1883-1946)**, J. **Schumpeter (1883 – 1950)** e H. **Minsky (1919 – 1996)**
- **Primo obiettivo: limiti del MT BC:** una teoria che si applica ad una economia in cui si produce un unico bene (i.e. "economia grano") non è in grado di spiegare alcuni **fondamentali fenomeni economici**:
  1. Non è in grado di spiegare la **presenza della moneta bancaria**
    - Non si capisce perché gli imprenditori si debbano indebitare presso le banche che offrono credito creando moneta invece di indebitarsi direttamente presso i risparmiatori che offrono grano



# I limiti del MT della BCE (2/2): Innovazione e Crisi



2. Non è in grado di spiegare il processo di **cambiamento** basato sull'introduzione di **innovazioni** (ferrovie, automobili, computer, internet, IA, etc.)
  - Caratteristica essenziale delle economie post Rivoluzione Industriale
  - Innovazioni: nuovi beni, nuovi bisogni
  - Il processo di cambiamento è al centro dell'analisi di **Schumpeter**
3. Non è in grado di spiegare le **crisi economiche**
  - Il fenomeno delle crisi economiche è al centro dell'analisi di **Keynes**  
*«... le condizioni che assicurano la 'neutralità' della moneta sono, sospetto, assolutamente le stesse che assicurano che le crisi non si verifichino ... boom e depressioni sono fenomeni peculiari di una economia in cui ... **la moneta non è neutrale.**» (Keynes 1933, p. 410-11)*
- Minsky economista contemporaneo che sostiene opportunità sintesi Keynes-Schumpeter; stretto legame tra cambiamento e instabilità

# Agenda

---



1. Il modello teorico della BCE: TQM
  - a) Prima Versione
  - b) Seconda Versione
2. La politica monetaria della BCE
3. I limiti del modello teorico della BCE
4. **Conseguenze:**
  - a) **Crisi**
  - b) Inflazione

# Le conseguenze: Crisi e Inflazione

---

- **Secondo obiettivo: analizzare le conseguenze dell'impiego di un modello teorico inadeguato**
- Come la BCE ha affrontato
  1. la **crisi finanziaria** del 2007-2008 e la *Great Recession*
  2. **l'inflazione:**
    - a) la bassa inflazione 2014-2022
    - b) la ripresa dell'inflazione 2021-2024
- Il modello teorico di riferimento della **BCE considera un sistema economico in cui le crisi e in particolare le crisi finanziarie non sono possibili.**
- Questo spiega la sorpresa degli economisti e della BCE di fronte alla crisi finanziaria del 2007/2008

# Le conseguenze: Crisi (1/5)



- Atteggiamento generale degli **economisti**

*«La macroeconomia come disciplina, è nata negli anni Quaranta del secolo scorso, come risultato della risposta intellettuale alla Grande Depressione. La disciplina è costituita dall'insieme di conoscenze ed esperienze che dovevano impedire il ripetersi di quel disastro economico. La mia tesi ... è che la **macroeconomia nel suo senso originale ha avuto successo**. Il suo problema centrale, che consisteva nel prevenire le depressioni, è stato risolto, da ogni punto di vista.» (Lucas, 2003)*

- La BCE riconosce che la crisi finanziaria ha messo in evidenza i limiti della teoria mainstream

*«Con l'arrivo della crisi, divennero evidenti le **gravi limitazioni dei modelli economici e finanziari esistenti**... I modelli macroeconomici non furono in grado di prevedere la crisi e si dimostrarono incapaci di spiegare cosa stesse succedendo all'economia in maniera convincente ... **Di fronte alla crisi ci sentimmo abbandonati dalla saggezza convenzionale**» (Trichet 2010)*

## Le conseguenze: Crisi (2/5)

- La BCE riconosce che per spiegare la crisi è necessario recuperare le teorie di economisti eretici come **Schumpeter e Keynes**
  - La BCE cita Schumpeter: «*Le strutture finanziarie sono rilevanti per il processo di crescita .. Sono molto d'accordo con Joseph Schumpeter che nel 1934 scrisse: 'Il banchiere ... è l'eforo dell'economia di scambio'» (Trichet 2010)*
- «*Il **capitalismo** può essere definito da tre elementi di una società industriale: 1) **proprietà privata** dei mezzi di produzione fisici; 2) **profitti privati e responsabilità privata** delle perdite; 3) **creazione di mezzi di pagamento** ... da parte delle banche private. Le prime due caratteristiche sono sufficienti a definire le imprese private. Ma nessuna definizione di capitalismo può essere soddisfacente senza includere l'insieme dei fenomeni tipicamente capitalistici rappresentati dal terzo elemento» (Schumpeter 1943)*
- **Schumpeter**: la moneta bancaria ha un ruolo essenziale nel finanziamento delle innovazioni → Moneta bancaria e intraprendenza (**Non neutralità della moneta**)

## Le conseguenze: Crisi (3/5)

---

- La BCE riconosce la duplice dimensione della finanza usando i concetti di **intraprendenza** e **speculazione (Keynes)**
- *«Negli ultimi dieci anni, abbiamo osservato un drammatico spostamento dall'intraprendenza nell'economia reale verso la speculazione e il gioco d'azzardo nel sistema finanziario. L'assunzione e la copertura del genuino **rischio economico** ha gradualmente cessato di essere al centro della finanza internazionale. Questo è il rischio che le imprese affrontano quando introducono nuovi prodotti e nuovi processi innovativi. Nel corso del tempo, la creazione e l'assunzione del **rischio finanziario** è diventata l'attività centrale dell'industria finanziaria. Questo è il rischio che riguarda gli arbitraggi e le operazioni speculative basate sulle previsioni delle variazioni di prezzo.» (Trichet 2009)*
- I concetti di intraprendenza e di speculazione sono al centro dell'analisi di Keynes e di Minsky

## Le conseguenze: Crisi (4/5)



- «*la **fragilità dell'economia capitalista** [...] esiste perché il **sistema finanziario** necessario per la vitalità e la forza del capitalismo – che trasforma gli animal spirits degli imprenditori nella domanda effettiva per gli investimenti – contiene le potenzialità per **un'espansione senza controllo generata da un boom degli investimenti**. Questa espansione fuori controllo è **destinata ad interrompersi** bruscamente a causa della fragilità stessa del sistema finanziario» (Minsky 1975, p. 22)*
- «*I **finanzieri di oggi concentrati sul breve periodo** non corrispondono alla visione schumpeteriana dei banchieri efori del capitalismo che rendono disponibile la finanza per il progresso. Il sistema finanziario odierno è più simile alla rappresentazione keynesiana del sistema finanziario delle economie avanzate come **una casa da gioco**» (Minsky 1993, p. 113)*

# Le conseguenze: Crisi (5/5)

---



- La **consapevolezza dei limiti** della teoria mainstream **spiega la reazione** della BCE alla crisi
- La BCE non si è limitata ad abbassare il tasso di interesse di riferimento ma ha adottato **misure non convenzionali** per sostenere il sistema bancario e per garantire la stabilità dei mercati finanziari e dell'euro (**Quantitative Easing 2014**)
- **2012 «Whatever it takes» di Mario Draghi:** «... la BCE è pronta a fare tutto il necessario per preservare l'euro. E credetemi, sarà sufficiente»
- Crisi debiti sovrani: speculazione contro l'euro



# Agenda

---



1. Il modello teorico della BCE: TQM
  - a) Prima Versione
  - b) Seconda Versione
2. La politica monetaria della BCE
3. I limiti del modello teorico della BCE
4. **Conseguenze:**
  - a) Crisi
  - b) **Inflazione**

# Le conseguenze: Inflazione (1/5)

---

- Di fronte al **problema dell'inflazione** la **BCE torna al MT** tradizionale basato sul concetto di tasso di interesse naturale
- Dopo la Great Recession il **tasso di inflazione scende al di sotto del valore obiettivo del 2%** e la BCE a partire dal 2014 porta il tasso di interesse di monetario ( $r$ ) sotto zero (-0,5)
- La BCE spiega la **bassa inflazione** usando il concetto di tasso di interesse naturale:  $r=0 > r_n$  (che è implicitamente assunto negativo)

## Le conseguenze: Inflazione (2/5)

---

- Nel corso del 2022 **l'inflazione improvvisamente si alza** e la BCE tra Luglio 2022 e Settembre 2023 alzò il **tasso di riferimento (r) da -0,5% al 4,0%**
- L'aumento di r sembra una scelta coerente con il concetto di tasso di interesse naturale: l'inflazione dipende da  $r < r_n$
- **La BCE non usa il concetto di  $r_n$  per spiegare l'aumento dell'inflazione** → avrebbe dovuto sostenere che nel corso del 2022  $r_n$ , che dipende da S e I, era aumentato significativamente
- Sarebbe stato irrealistico affermare che nel giro di pochi mesi si fossero manifestati significativi cambiamenti nelle decisioni di risparmio o di Investimento

## Le conseguenze: Inflazione (3/5)

---

- Per spiegare l'incremento dell'inflazione la **BCE abbandona il modello fondato sul concetto di  $r_n$**   $\rightarrow$  Inflazione non è dovuta a:  $r < r_n$
- Secondo la BCE l'**inflazione** non è un'inflazione da domanda causata da  $r < r_n$
- L'inflazione è stata **causata** da strozzature nell'offerta di beni causati dalla **pandemia** e dalla **guerra** scatenata dall'invasione Russa dell'Ucraina che si traducono in un incremento dei costi di produzione di prodotti energetici, alimentari e della materie prime
- La BCE riconosce che l'**inflazione non è un fenomeno monetario** ma scaturisce dalla **umentata conflittualità** globale piuttosto che dallo squilibrio tra  $r$  e  $r_n$

## Le conseguenze: Inflazione (4/5)

- : «*Nel mondo pre-pandemia, eravamo convinti che l'economia avanzasse lungo un sentiero di crescita stabile del reddito potenziale ...Ma questo può non essere più un modello appropriato.*» (Lagarde 2023)
- **Contraddizione nel comportamento della BCE** di fronte alla crescita dell'inflazione
  - La BCE mette in discussione il MT mainstream e riconosce che l'inflazione non è un fenomeno monetario dovuto a  $r < r_n$ , ma adotta una politica di  $r \uparrow$
  - «*Dobbiamo essere chiari nell'affermare che la stabilità dei prezzi è un pilastro fondamentale di un sistema che favorisce gli investimenti. Di fronte ad un mondo che sta cambiando, la politica monetaria non deve essere una fonte di incertezza. Sarà fondamentale ancorare le aspettative inflazionistiche... e sarà fondamentale mantenere la fiducia dell'opinione pubblica nel fatto che, anche in un nuovo contesto, noi continueremo a perseguire il nostro obiettivo.*» (Lagarde 2022, 25 Agosto)

## Le conseguenze: Inflazione (5/5)

---

- *La politica monetaria non può impedire l'effetto di primo impatto degli shocks di offerta. Ma specialmente quando questi shocks sono persistenti, dobbiamo assicurare che questi shocks non producano effetti permanenti ... c'è un solo modo in cui questi shocks possono provocare un'inflazione persistente che richiede una politica monetaria accomodante che consenta ad essi di condizionare le aspettative inflazionistiche. (Lagarde 2022)*

- **Ambiguità della BCE:**
  - a) legame stretto tra il MT BCE e la teoria mainstream:** i) neutralità della moneta; ii) inflazione fenomeno monetario; dopo 2003 seconda versione TQM basata su  $r$  naturale; (2014-2022): concetto  $r$  naturale;  $r > r_n$  negativo;  $\rightarrow r \downarrow$  (inflazione = fenomeno monetario)
  - b) consapevole dei limiti del modello teorico:** i) crisi 2007-08, riferimenti a Schumpeter e Keynes; ricorso a strumenti non convenzionali; ii) 2022-23, spiegazione crescita inflazione, sparisce il riferimento al concetto di tasso di interesse naturale
- **Conseguenze: eccessiva fiducia sull'efficacia della politica monetaria variabilità ha provocato eccessiva dei tassi di interesse** nelle due fasi (range da -0,5% nella prima fase a 4,5% nella seconda)  $\rightarrow$  variabilità inferiore se si fosse usata anche la politica fiscale

# Riferimenti bibliografici

---

- Bertocco, G., A.Kalajzić, A critical analysis of the Financial Frictions Approach in a Minskyan perspective, *Journal of Economic Issues*, vol. LVIII, 1, March 2024, 85-111.
- Bertocco, G., A. Kalajzić, Inflation is not a monetary phenomenon. A critical analysis of the theoretical model that inspires the European Central Bank, 2025, in corso di pubblicazione.