

26 settembre 2022

Il Sole **24 ORE**

## **AUSTERITY E TASSI IN RIALZO A LIVELLO GLOBALE: GOVERNI E BANCHE CENTRALI RISCHIANO LA RECESSIONE**

di Marcello Minenna

Le ultime settimane hanno registrato un ulteriore inasprimento della *stance* di politica monetaria delle principali banche centrali mondiali. Nonostante il ritracciamento prolungato del prezzo del petrolio e dei beni alimentari primari, e pur dando credito alla fragilissima tregua sul mercato del gas europeo, l'inflazione continua ad accelerare a livello globale. Anzi, gli indici mostrano segni di peggioramento proprio nella parte di inflazione *core* (al netto di energia e beni alimentari), che è al centro dei processi decisionali delle banche centrali.

In parte questo fenomeno era atteso, per via del manifestarsi di effetti di secondo ordine nel momento in cui il rialzo dei prezzi dei beni energetici e primari si fa strada lungo le catene di produzione e distribuzione di beni e servizi. Allo stesso tempo, questa componente dell'inflazione è quella che risponde meglio a politiche restrittive di rialzo dei tassi di interesse, che rendono più costoso l'indebitamento e rallentano la domanda di beni e servizi e di conseguenza l'attività economica.

Da qui il rinnovato intento delle banche centrali: pochi giorni fa la *Riksbank* svedese ha innalzato i tassi di interesse di ben 100 punti base, mentre la *Federal Reserve* (FED) si è "limitata" ad un incremento di 75 punti base per il terzo *meeting* consecutivo. Sia la Banca Centrale Europea (BCE) che quelle dei restanti Paesi OCSE seguiranno a breve con un nuovo *round* di rialzi molto consistenti.

L'obiettivo delle autorità monetarie non è solo il contenimento della domanda, ma anche quello delle aspettative di inflazione a lungo termine.

La teoria prevede che, se le banche centrali restano determinate a combattere l'inflazione *a qualunque costo*, gli operatori non potranno che credere che il livello-obiettivo verrà raggiunto e conformeranno le proprie scelte economiche di lungo termine sulla base di una bassa inflazione attesa. Ciò (sempre in teoria) aiuterebbe l'economia a superare lo *shock* inflazionistico esogeno in maniera più rapida, con ricadute positive sulla crescita economica.

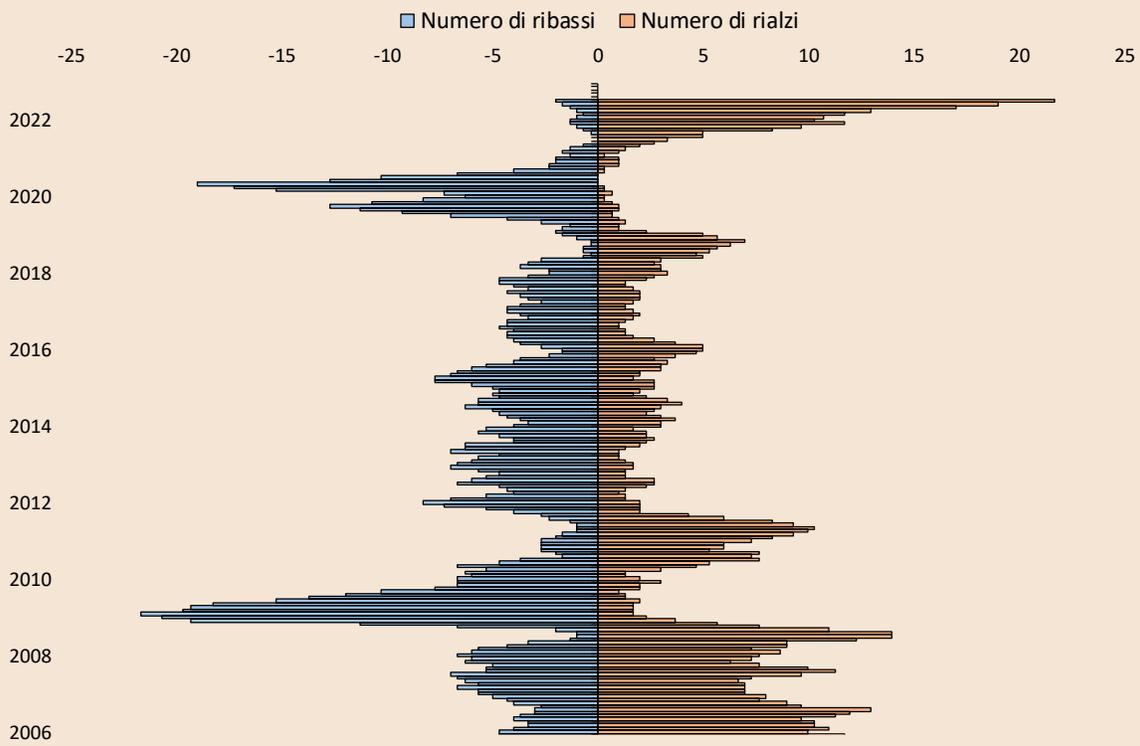
Ci sono alcune eccezioni al *consensus* globale che confermano la regola: la *Bank of Japan* resta aderente ad una politica di *yield curve control* (controllo della curva dei tassi di interesse) ancorato allo 0% sulla scadenza decennale, anche grazie al fatto che l'inflazione ha di poco superato il 3% a fronte di una media globale dell'8-9%. Anche la Cina mantiene una politica accomodante: l'inflazione è a livelli moderati e le preoccupazioni di Pechino sono tutt'altre: un pesante rallentamento economico provocato dalle ricadute della politica di *zero-Covid* e dall'andamento marcatamente negativo del mercato immobiliare.

## **UNA STRETTA MONETARIA GLOBALE RAPIDA E COORDINATA**

Fino ad ora, i ritmi di incremento dei tassi sono stati comunque rapidissimi: nonostante siano passati solo 12-15 mesi dall'avvio di questo ciclo restrittivo, l'intensità degli interventi delle banche centrali a livello globale risulta la più elevata mai registrata (vedi Figura 1), con una sincronia quasi perfetta tra diverse aree geografiche. Sono state varate oltre 100 misure di politica monetaria restrittiva dall'inizio del 2022, un ammontare superiore allo sforzo espansivo che ha seguito la crisi pandemica del 2020 e paragonabile alla reazione di ultra-accomodamento monetario che seguì la crisi finanziaria del 2008-2009.

Figura 1

Banche centrali - Modifiche ai tassi di interesse di riferimento a livello globale



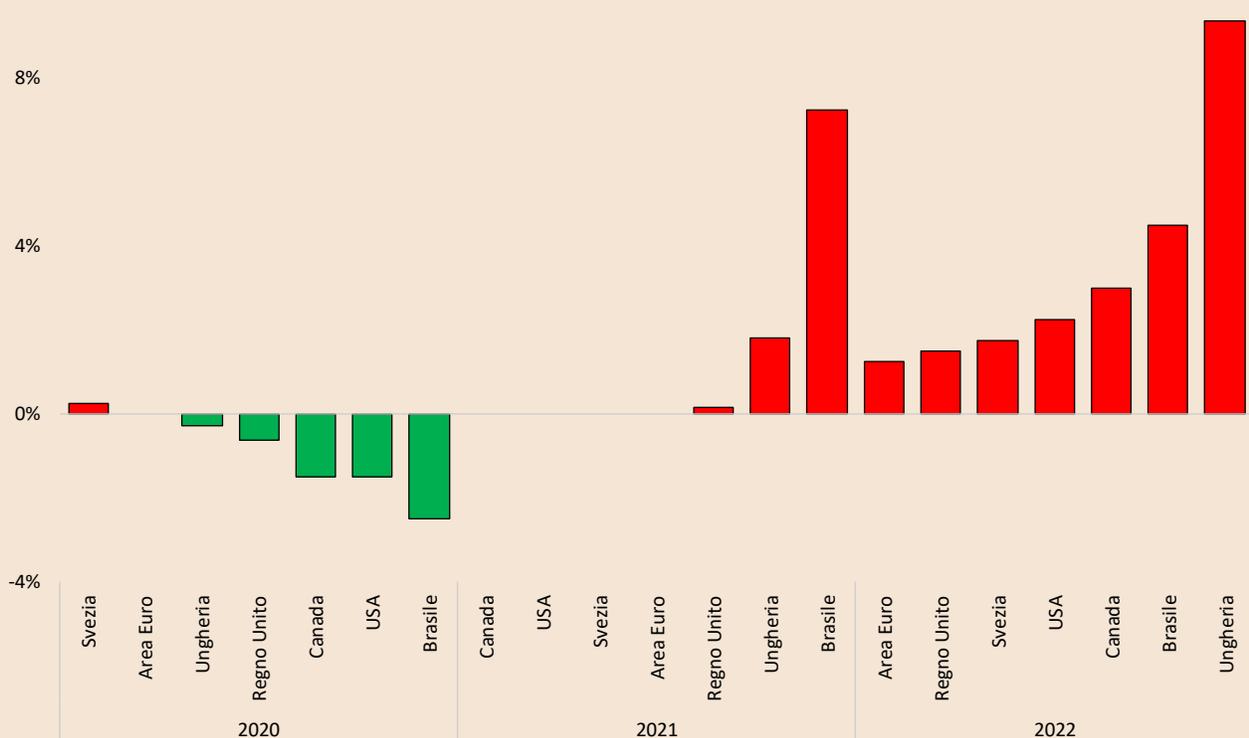
Fonte: World Bank

La Figura 2 fornisce ulteriori dettagli: dopo un 2020 in cui la quasi totalità delle istituzioni monetarie si era imbarcata in misure espansive, nel 2021 Brasile, Ungheria, Sud Africa ed altre economie emergenti sono stati i precursori di una rapida riduzione degli stimoli a fronte di una ripartenza improvvisa della dinamica dei prezzi. FED e BCE restavano *de facto* alla finestra, attendendosi una rapida attenuazione dei fattori transitori che si riteneva determinassero la fiammata inflattiva: la ripartenza improvvisa della domanda ed i problemi di adeguamento delle catene globali di distribuzione merci, entrambi derivanti dalle riaperture *post-lockedown*.

Nel 2022 l'estensione a sorpresa della pressione inflattiva al comparto dell'energia e dell'alimentare (poi esacerbata dal conflitto russo-ucraino), ha innescato la reazione generalizzata delle banche centrali, più evidente nei Paesi emergenti. Il Brasile, parecchio avanti nel ciclo di rialzo dei tassi, ha potuto già ridurre la velocità di incremento.

Figura 2

Variazioni annuali dei tassi di interessi di riferimento in alcune economie



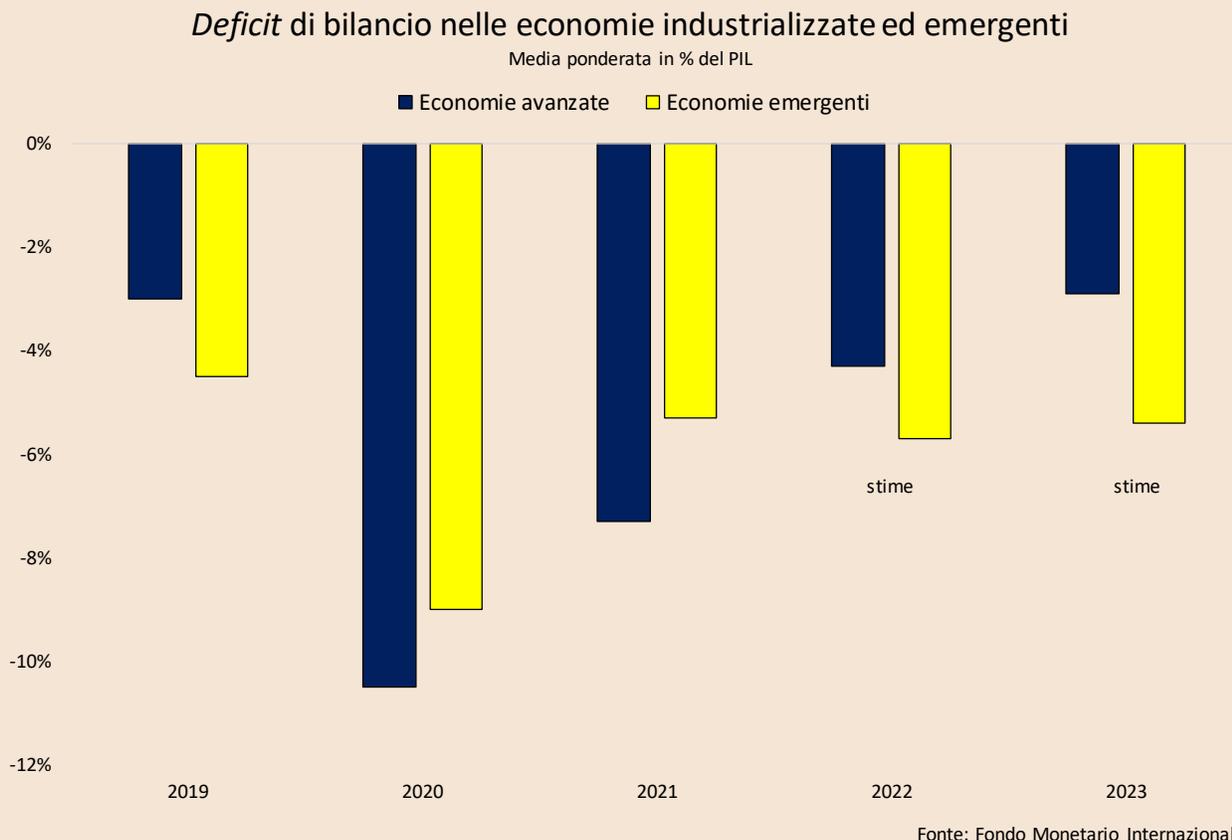
Fonte: World Bank

## RITORNO ALL'AUSTERITY? UNA TENDENZA GLOBALE

Una circostanza che rende rimarchevole il contesto macro-economico attuale è la tendenza sincronizzata ad un progressivo inasprimento fiscale, con l'eliminazione dei trasferimenti di emergenza al settore privato ed un aumento graduale della pressione fiscale. Nel 2023 si prevede per i Paesi OCSE la convergenza dei *deficit* di bilancio ai livelli pre-pandemia (mediamente al 3%)

del PIL, vedi barre blu in Figura 3), dopo un picco temporaneo nel 2020 ad oltre il 10% del PIL. Nei Paesi emergenti la stretta fiscale appare più sfumata, ma comunque ben visibile (barre gialle).

Figura 3

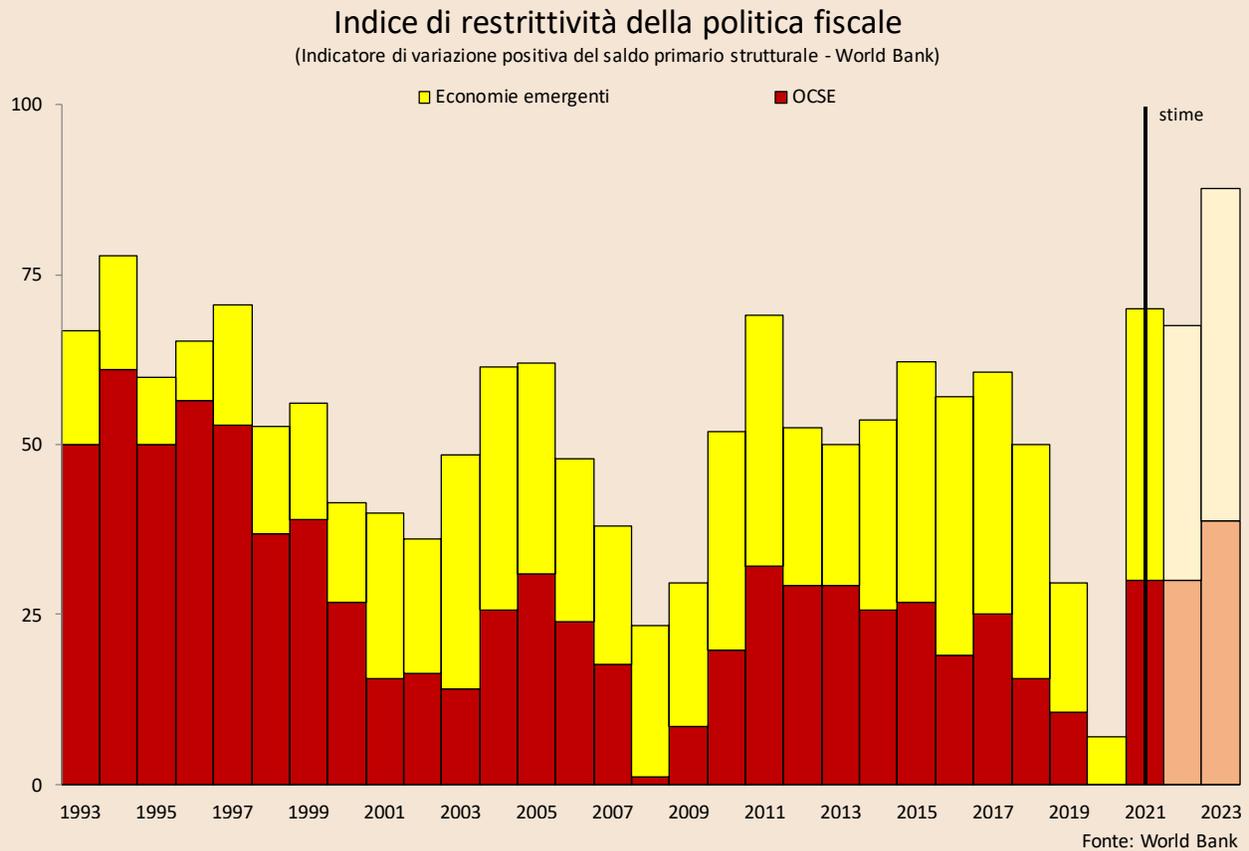


Utilizzando uno specifico indicatore elaborato dalla *World Bank* che misura la restrittività delle politiche fiscali al netto del ciclo economico (in base alle variazioni del saldo strutturale), il quadro si fa ancora più netto (vedi Figura 4).

Dopo un periodo di crescente utilizzo di stimoli fiscali nel 2018-2019 a fronte di un rallentamento dell'economia globale, nel 2020 si è registrato il culmine dell'attività espansiva dei governi. Il 100% dei Paesi OCSE ed oltre il 90% di quelli emergenti ha varato drastiche misure di supporto fiscale all'economia dopo lo *shock* pandemico ed i relativi *lockdowns*. Nel 2021, il ciclo si è invertito in maniera repentina con il rapido ritiro degli aiuti statali al settore privato e

l'indice di restrittività ha superato i livelli medi osservati nel decennio precedente. La rottura del *trend* è stata ancora più evidente per i Paesi OCSE (barre rosse), dove la politica fiscale era stata progressivamente più espansiva dopo il picco di *austerità* del 2010-2011.

Figura 4



Le stime per il biennio 2022-2023 sono anche più sorprendenti. Nel 2023 l'indice di restrittività dovrebbe raggiungere il suo valore record, mai osservato nei 30 anni disponibili di serie storica.

### **L'INTERDIPENDENZA DELLE POLITICHE ECONOMICHE ED IL RISCHIO DI UNA RECESSIONE GLOBALE**

Gli effetti di questa sinergia tra politiche fiscali e monetarie restrittive varate in un arco di tempo ristretto vanno valutati nell'ottica di una stretta

interdipendenza tra le diverse macro-aree dell'economia globale. In altri termini, nessun Paese è immune agli effetti negativi delle politiche restrittive degli altri, ma li subisce in misura proporzionale all'apertura della propria economia agli scambi globali.

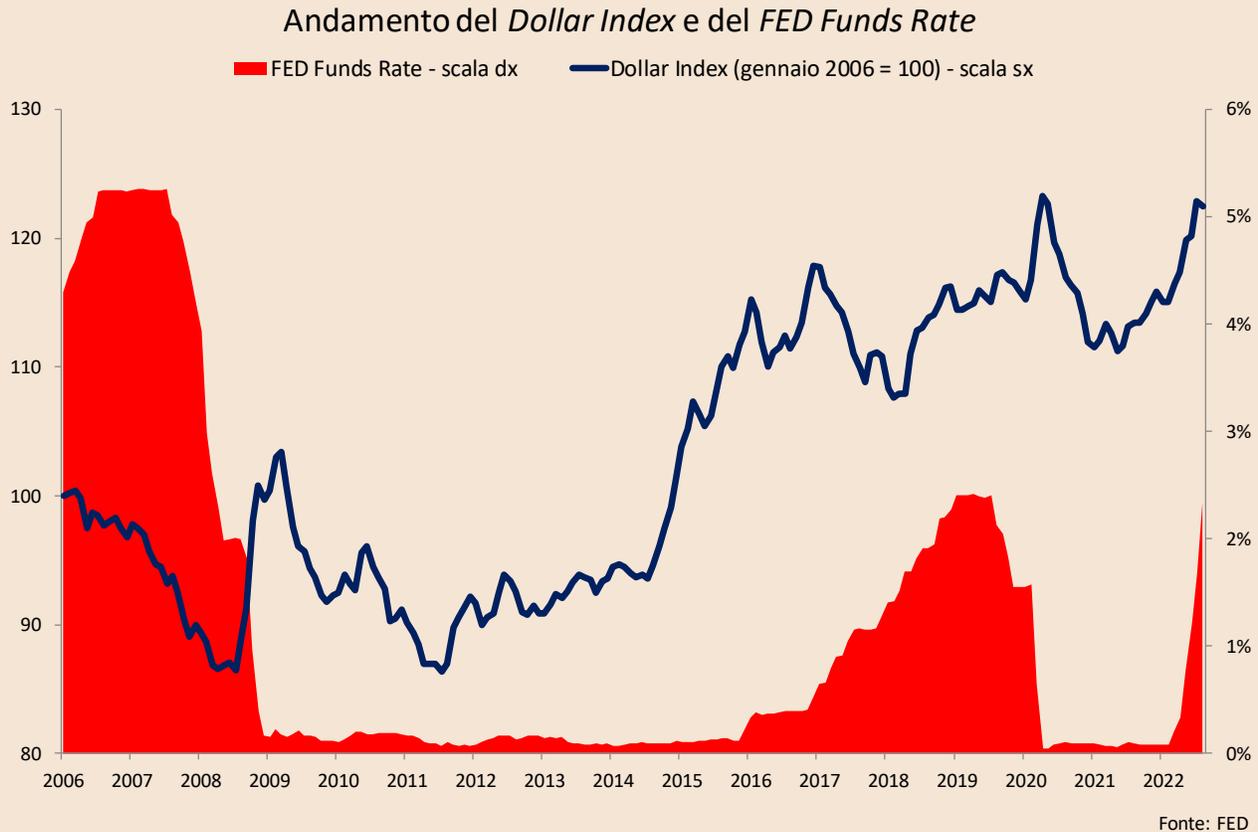
Il meccanismo di trasmissione principale resta il tasso di cambio rispetto alla valuta di riserva mondiale, il dollaro USA. Aumentando il tasso di interesse di riferimento negli Stati Uniti, la FED rende gli *asset* finanziari denominati nella valuta americana relativamente più appetibili rispetto a quelli del resto del mondo; ciò contribuisce ad un'accresciuta domanda di dollari rispetto alle altre valute. In altri termini, il dollaro diventa scarso.

Il *Dollar Index* è una media pesata dei tassi di cambio tra il dollaro e le altre principali valute internazionali (Euro, Yen, Sterlina, dollaro canadese, corona svedese e franco svizzero) e sintetizza bene la forza relativa del biglietto verde sui mercati valutari internazionali.

Negli ultimi 15 anni la forza del dollaro (vedi Figura 5) ha sperimentato un *trend* ascendente. A periodi di ribasso prolungato dei tassi di interesse USA (nel 2007-2009 e nel 2019-2020) è corrisposto un relativo indebolimento del *Dollar Index* mentre i rialzi sono stati associati ad un rafforzamento dell'indice, anche se ovviamente hanno contato anche le politiche intraprese dalle altre banche centrali. Nell'ipotesi di prosecuzione del ciclo corrente di rialzi per diversi trimestri, c'è da attendersi un ulteriore rafforzamento del dollaro.

Poiché i beni energetici sono prezzati in dollari insieme a gran parte dei volumi di beni scambiati sui mercati internazionali, un dollaro più forte amplifica eventuali *shock* inflazionistici per il resto del mondo. Le banche centrali di economie che hanno un interscambio significativo in termini di volumi di *import/export* con gli USA (ad esempio la BCE o la *Bank of England*) o che sono fortemente dipendenti da importazioni di prodotti energetici sono condizionate *de facto* a seguire la politica monetaria della FED.

Figura 5



A loro volta, le banche “rialziste” restituiscono il colpo all’economia globale: la crescita dei tassi di interesse sostiene il tasso di cambio rispetto alle altre valute internazionali, rendendo più costose le proprie esportazioni verso l’estero. In sostanza lo *shock* inflazionistico in parte rimbalza indietro verso i Paesi con cui si ha un interscambio commerciale più fitto.

In un contesto di rialzi rapidi e coordinati come quello attuale, l’effetto cumulato in termini di rallentamento del PIL, dei volumi esportati e dell’occupazione può essere maggiore di quanto preventivato. In parole semplici: il rischio di una recessione globale è più alto di quello che sembra trasparire guardando solo al proprio orticello. Secondo le stime della *World Bank* una grave crisi globale nel prossimo futuro ritarderebbe di circa 7 anni il raggiungimento di livelli di PIL che sarebbero stati ottenibili già nel 2024 (proiezioni di gennaio 2020).

Considerando che gli effetti delle decisioni di politica monetaria e fiscale che verranno prese quest'autunno impiegheranno circa 12-18 mesi a dispiegare in pieno i loro effetti su PIL ed occupazione in mentre l'inflazione nel breve termine rimarrà dominata dai costi energetici e sarà poco sensibile agli aumenti dei tassi di interesse, il rischio di forzare la mano è tangibile.

Tenuto conto di questo sfasamento temporale, le autorità dovrebbero rimanere caute, gradualiste e sì, rischiare di sbagliare in senso opposto accettando un percorso di rientro dall'inflazione più lento.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Accise, Dogane e Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*