

La BCE nella trappola della stagflazione

Perché si profila una nuova “crisi dell'euro” e una “recessione controllata” potrebbe tornare d'aiuto

Henning Vöpel



© shutterstock

L'inflazione è tornata. Dopo un decennio di tassi d'interesse molto bassi e di politica monetaria non convenzionale, le banche centrali stanno cambiando rotta sui tassi d'interesse. A differenza della *Federal Reserve Bank*, che ha effettuato la più grande manovra sui tassi di interesse degli ultimi 40 anni, la BCE si sta molto più trattenendo. Non a torto, perché l'aumento dei tassi di interesse nell'area dell'euro, unito a una possibile recessione globale, potrebbe far esplodere nuovamente la crisi dell'euro. Gli spread dei tassi d'interesse tra le obbligazioni italiane e tedesche sono già aumentati in modo significativo; vi è una minaccia di frammentazione del mercato obbligazionario in euro. La Banca Centrale Europea (BCE) vuole quindi sviluppare un nuovo “strumento anti-frammentazione”. Tuttavia, questo potrebbe aumentare ulteriormente il dominio delle politiche di bilancio sulla politica monetaria e quindi minacciare la stessa indipendenza della BCE.

- ▶ Con il ritorno dell'inflazione e l'inizio di una brusca inversione di tendenza dei tassi di interesse, la “crisi dell'euro” rischia di riaccendersi.
- ▶ La stagflazione è una situazione particolarmente critica per un'unione monetaria perché la lotta all'inflazione aumenta le differenze nelle dinamiche di crescita e nella sostenibilità del debito tra i Paesi dell'euro.
- ▶ Negli ultimi giorni lo spread dei tassi d'interesse italiani è salito spesso anche oltre 200 punti base. La BCE teme una frammentazione del mercato delle obbligazioni in euro, che renderebbe più difficile la trasmissione della politica monetaria e minaccerebbe la stabilità dell'euro.
- ▶ A tal fine, la BCE intende sviluppare uno “strumento anti-frammentazione”. Questo verrebbe utilizzato se la BCE dovesse constatare che gli aumenti dei differenziali dei tassi d'interesse non fossero sostanzialmente giustificati.
- ▶ Con questo strumento, la BCE crea, per se stessa, un notevole margine di discrezionalità. Tuttavia, ciò aumenterebbe ulteriormente il dominio delle dinamiche legate alle politiche di bilancio rispetto alla politica monetaria e ridurre conseguentemente l'indipendenza della BCE.
- ▶ Grandi crisi come la pandemia possono causare una frammentazione esogena. Tuttavia, la gestione di queste crisi è essenzialmente un compito delle politiche di bilancio e non della politica monetaria. L'assunzione di ulteriori compiti da parte della BCE causa quindi conflitti di obiettivi rispetto al proprio mandato di politica monetaria.
- ▶ Nei prossimi mesi si tratterà di far entrare l'economia globale in una sorta di “recessione gestita” in cui si potranno apportare aggiustamenti agli shock sul lato dell'offerta, combattendo al contempo l'inflazione.

Indice

1	La svolta nei tassi di interesse porterà alla prossima crisi dell'area euro?	3
2	<i>Shock</i> sul lato dell'offerta e politica monetaria.....	3
3	Stagflazione in una (non-ottimale) unione monetaria	4
4	Il conflitto di obiettivi e l'indipendenza della BCE.....	5
5	Prospettive: fuori dalla dipendenza e verso una "recessione controllata"	6

Elenco delle figure

Figura 1: <i>Spread of 10-year sovereign bonds over Bunds</i>	4
Figura 2: <i>Issuance of Italian government bonds vs. demand by sector</i>	5

1 La svolta nei tassi di interesse porterà alla prossima crisi dell'area euro?

La situazione macroeconomica dell'economia mondiale si è completamente ribaltata nel giro di pochi mesi. Dallo "scenario *Goldilocks*" con bassa inflazione, bassa disoccupazione e tassi d'interesse favorevoli, il vento si è spostato verso la stagflazione e ora soffia bruscamente in faccia alla politica monetaria e fiscale: l'alta inflazione ora va di pari passo con la stagnazione e, nel frattempo, anche con un forte aumento dei livelli del debito. Inoltre, una recessione globale potrebbe essere all'orizzonte. Questa miscela potrebbe presto diventare sgradevole per le banche centrali. Mentre la Fed, con 0,75 punti base, attraverso la più grande manovra sui tassi d'interesse degli ultimi 40 anni, ha già impresso un'accelerazione alla svolta dei tassi d'interesse, la BCE rimane ancora essenzialmente frenata, pur avendo già annunciato una manovra sui tassi d'interesse e la fine dei programmi di acquisto di obbligazioni. Ma vi è un motivo preciso; essa agisce in un'area valutaria ancora non ottimale e in questa la stagflazione è lo scenario più sfavorevole che si possa immaginare, perché combattere l'inflazione con l'aumento dei tassi di interesse rende più visibili le differenze strutturali tra i paesi dell'euro. I mercati potrebbero averlo già previsto: i tassi d'interesse per l'Italia sono in aumento ed il differenziale dei tassi d'interesse con gli altri Stati membri, in particolare con la Germania, si sta allargando. La BCE si trova in una trappola dalla quale non c'è quasi nessuna via d'uscita. A meno che non inventi un nuovo strumento: lo "strumento anti-frammentazione". Tuttavia, sarebbe anche un ulteriore passo verso la dipendenza dalla politica della BCE. Una "recessione controllata" però potrebbe ora stabilizzare l'area dell'euro e l'economia mondiale.

2 Shock sul lato dell'offerta e politica monetaria

Spesso si sostiene che le banche centrali non possano fare molto contro degli shock dell'offerta che sono di natura reale. Tassi di interesse più elevati, ad esempio, non sarebbero in grado di eliminare improvvise carenze di energia o di cibo. Questo è vero, ma la BCE può e deve contribuire alla stabilità dei prezzi in due modi: 1.) riducendo il livello della domanda aggregata, in modo che quando l'offerta diminuisce non vi sia un eccesso di domanda in grado di provocare inflazione (possiamo già vedere come un'inflazione finora contenuta si è rialzata improvvisamente principalmente a causa degli shock sul lato dell'offerta) 2.) riducendo per tempo le aspettative di inflazione, che sono già aumentate in modo evidente e che rappresentano di fatto la più importante variabile di ancoraggio e di controllo della politica monetaria, al fine di bloccare sul nascere una spirale prezzi-salari ed evitare un successivo processo di disinflazione molto costoso. Paul Volcker, aveva promosso un simile processo negli Stati Uniti all'inizio degli anni '80, con alti costi di aggiustamento macroeconomico.

Nella situazione attuale, tuttavia, si deve tenere conto del fatto che uno shock sui tassi d'interesse, dopo che per anni i mercati sono stati impostati, grazie alla *forward guidance*, su un periodo molto lungo di tassi d'interesse molto bassi, può causare notevoli sconvolgimenti, non da ultimo sui prezzi degli asset. I movimenti sono già visibili sul mercato immobiliare. Molto denaro sta passando dai prezzi degli asset a quello dei beni, dopo che negli anni precedenti era avvenuto il contrario. La reazione delle banche centrali non è solo una reazione a eventi esogeni, ma è soprattutto una reazione alla loro stessa politica monetaria degli ultimi anni, che ha creato notevoli dipendenze da tali scelte; in qualche modo è quindi in gioco la loro stessa credibilità. Una politica monetaria solida ama agire con piccoli passi preparatori. Ma non vi è più tempo per questo ora.

Di importanza decisiva per la risposta di politica monetaria alla stagflazione è la valutazione se lo *shock* che l'ha innescata si ritira rapidamente o se eventualmente permane strutturalmente sotto forma di

“isteresi”, ad esempio attraverso la spirale prezzi-salari o il cambiamento delle aspettative di inflazione. Uno studio di Shapiro ha dimostrato per gli Stati Uniti che circa la metà dell'inflazione (2,5 punti percentuali) è dovuta a fattori di offerta, un terzo a fattori di domanda (1,4 punti percentuali) e il resto a effetti di interazione (Adam Hale Shapiro, How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 21 giugno 2022). Per l'Eurozona, tuttavia, il problema è probabilmente un po' diverso, come spiega Jason Furman. L'inflazione negli Stati Uniti è più persistente e richiede quindi una risposta di politica monetaria più incisiva, mentre l'inflazione nell'Eurozona è più dovuta all'aumento dei prezzi delle importazioni (cfr. Jason Furman, The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems, WSJ, 6 giugno 2022). Tuttavia, la BCE non si potrà distaccare troppo dalla Fed. Infatti, tramite il tasso di cambio, un aumento del differenziale dei tassi d'interesse tra l'eurozona e gli Stati Uniti attraverso il deprezzamento dell'euro rispetto al dollaro americano aumenterebbe ulteriormente l'inflazione attraverso il prezzo dei beni importati.

3 Stagflazione in una (non-ottimale) unione monetaria

In un'unione monetaria non ottimale, finché non esiste un quadro di politica di bilancio, la politica monetaria assume (involontariamente, quindi istituzionalmente e in ultima analisi politicamente) parte della funzione di stabilizzazione. Questo si realizza attraverso strumenti “quasi-fiscali”. Pertanto, attraverso gli acquisti di obbligazioni (che si discostano dallo schema di capitale della BCE), la BCE interviene almeno indirettamente sui differenziali dei tassi di interesse e sulla struttura dei tassi di interesse. L'importanza, quasi esistenziale, di questa funzione per l'area dell'euro è dimostrata non da ultimo dal famoso momento “whatever-it-takes” di Draghi del 26 luglio 2012 (cfr. Figura 1). All'epoca, tuttavia, l'inflazione era bassa, mentre oggi è alta. La BCE si trova quindi ad affrontare un enorme conflitto di obiettivi. E non sorprende che i differenziali dei tassi d'interesse dell'Italia in particolare, ma anche della Spagna rispetto alla Germania, siano aumentati significativamente fino a 200 punti base (si veda: Figura 1). Sebbene siano ancora lontani dal picco del 2012, l'aumento dei tassi di interesse avrà un impatto maggiore nel medio termine, quando aumenteranno le esigenze di rifinanziamento.

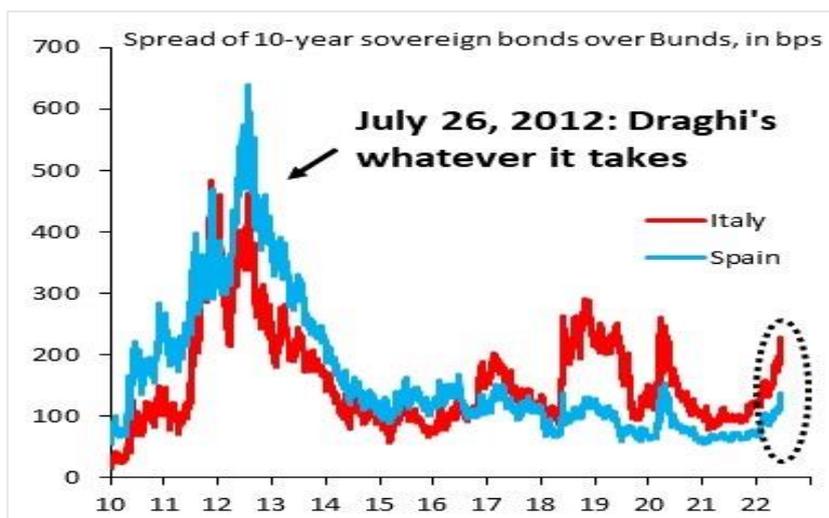


Figura 1: Spread of 10-year sovereign bonds over Bunds

Fonte: Robin Brooks, Tweet del 19.6.2022, ora 19:42

Di recente, l'ammontare delle nuove obbligazioni emesse dall'Italia è stato pari all'aumento netto delle obbligazioni detenute dalla stessa Banca d'Italia. A quanto pare, questo ha impedito per un certo periodo di tempo l'aumento dei tassi di interesse utilizzati per rifinanziare il debito sovrano dell'Italia,

che potrebbe peggiorare rapidamente la sostenibilità del debito stesso (si veda: Figura 2). Ora il Consiglio direttivo della BCE si è riunito in una sessione straordinaria - che di per sé non è in grado di creare fiducia - per discutere del minaccioso aumento dei differenziali dei tassi d'interesse. È emersa l'intenzione di sviluppare un nuovo strumento "anti-frammentazione" da presentare a luglio. L'idea è che il solo annuncio possa aver contribuito alla stabilizzazione. Il fatto che tale strumento possa contribuire in alcuni casi a ridurre gli oneri per interessi degli Stati dell'euro fortemente indebitati non lo rende però ancora una buona idea di per sé, perché il dominio della politica di bilancio sulle scelte della BCE, potrebbe finire per diventare ancora più forte.

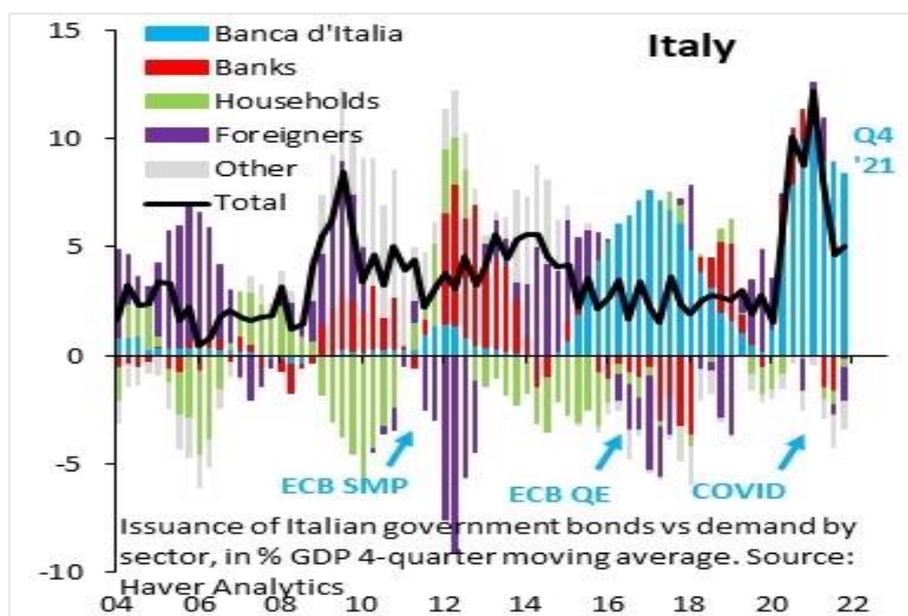


Figura 2: Issuance of Italian government bonds vs. demand by sector

Fonte: Robin Brooks, Tweet del 21.6.2022, ore 19:42

4 Il conflitto di obiettivi e l'indipendenza della BCE

Già in circostanze normali, un'unione monetaria non ottimale non rappresenta un compito facile dal punto di vista del coordinamento congiunto e della disciplina reciproca tra politica monetaria e fiscale. La stagflazione, tuttavia, in questo quadro è "veleno", perché mentre la politica monetaria deve combattere l'inflazione con l'aumento dei tassi di interesse, le differenze nei livelli di debito e nelle dinamiche di crescita tra gli Stati dell'euro diventano ancora più pronunciate. La BCE non può mantenere contemporaneamente condizioni di finanziamento monetario (artificialmente) favorevoli per gli Stati membri e allo stesso tempo combattere in modo credibile l'inflazione, che è ciò che dovrebbe fare secondo il proprio mandato. Ma cosa succede se la BCE - secondo Jan Tinbergen - si dota di un altro strumento per poter controllare due obiettivi indipendenti l'uno dall'altro, attraverso due strumenti distinti? La giustificazione formale è, come ha detto il membro del Comitato esecutivo Isabel Schnabel, che la trasmissione della politica monetaria viene disturbata se il mercato obbligazionario si frammenta troppo: "In tempi normali, tali divergenze non minacciano la stabilità finanziaria. In assenza di shock di grande entità, le variazioni dei fondamentali economici avvengono solo gradualmente. Tuttavia, se invece persistenti, complicano la politica monetaria in quanto determinano un cuneo tra il tasso privo di rischio e le condizioni di indebitamento nazionale". (Isabel

Schnabel, *United in diversity - Challenges for monetary policy in a currency union*, discorso alla Sorbona del 14 giugno 2022). La frammentazione si ha quando gli investitori fanno una distinzione tra le obbligazioni tedesche, francesi o italiane, anche se queste emettono obbligazioni nella stessa valuta. Si suppone che uno strumento “anti-frammentazione” prevenga questa situazione: se il mercato obbligazionario si frammenta, la BCE può compensare acquistando determinate obbligazioni.

Ora, i mercati di solito non si differenziano senza motivo (escludendo situazioni di panico con comportamenti di “gregge” che si auto-rinforzano e si auto-avverano), ma sulla base di valutazioni economiche reali e basilari. È proprio questa differenziazione che la BCE vorrebbe portare avanti in futuro, per poter decidere quando utilizzare lo “strumento anti-frammentazione”. Quale parte dello spread risulta fondamentale e quale no? La soglia di intervento inizia a due punti percentuali o solo a tre? È chiaro che la BCE avrà un notevole margine di discrezionalità in queste decisioni, delle quali sarà il custode unico ma allo stesso tempo una potenziale referente principale per quegli Stati - che non prendendo così seriamente i loro sforzi di riforma e consolidamento – che spereranno di essere salvati in ultima istanza dalla politica monetaria. La questione del *moral-hazard* e la “dipendenza” della politica monetaria continuerebbero quindi ad accumularsi, invece di interrompere gradualmente già l’attuale legame sempre più stretto.

5 Prospettive: fuori dalla dipendenza e verso una “recessione controllata”

Il percorso dell'ultimo decennio ha reso sempre più stretto il legame tra politica monetaria e quelle di bilancio, quindi la dipendenza tra la BCE e gli Stati. Questo è sempre stato l'avvertimento di coloro che consideravano questa strada sbagliata nel lungo periodo, perché avrebbe condotto sempre più a rafforzare il dilemma piuttosto che a risolverlo. La via da seguire doveva, quindi, essere sempre anche contemporaneamente una via d'uscita da tale dipendenza.

Le grandi crisi, come la pandemia e la guerra in Ucraina, rappresentano un enorme fardello. Nessuno mette in dubbio che l'uso diffuso e coerente di strumenti di politica monetaria e fiscale, sia non solo giustificato in questo caso e in casi analoghi, ma piuttosto dovuto. Dopo le grandi crisi, si sono verificati spesso processi inflazionistici e occasionalmente anche deflazionistici. Non di rado esse sono state anche seguite da riforme valutarie. Sarebbe ingenuo credere che tutti gli aiuti e la liquidità forniti dagli interventi di politica fiscale e monetaria durante le crisi possano rimanere senza conseguenze successive. Naturalmente, la politica monetaria e quella di bilancio non sono indipendenti l'una dall'altra in queste situazioni di crisi. Il loro agire coordinato è parte integrante della loro efficacia e credibilità: la funzione di prestatore di ultima istanza della banca centrale ha un compito essenziale in questo contesto. Ciò che però appare decisivo è stabilire se questa forma di intervento rimanga limitata a tali shock e crisi e rappresenti un'eccezione giustificata ed in tal senso credibile, oppure no. Naturalmente, si può sostenere che una frammentazione causata dalla pandemia o dalla guerra non deve avere come conseguenza una disgregazione dell'Eurozona, perché non si tratta di sviluppi permanenti, cioè strutturali indesiderati, ma di eventi esogeni improvvisi e temporanei che hanno portato a questo. D’altro canto il loro uso permanente e incondizionato, tuttavia, aumenterebbe il *moral-hazard* e porterebbe la BCE sempre più in una situazione di dipendenza.

L'attuale stagflazione è molto pericolosa, soprattutto se assume una “vita propria” attraverso dei processi di creazione delle aspettative. Un nuovo shock dei prezzi dovuto al blocco delle forniture di

gas naturale, potrebbe aggravare drammaticamente la situazione politica. Tuttavia, ci sono anche ragioni per cui l'inflazione dovrebbe diminuire e la crescita tornare. Così come l'inflazione si accumula rapidamente attraverso degli effetti base legati all'energia, può anche prontamente andare nella direzione opposta. Gli shock dell'offerta si attenuano e la produzione torna a essere più elastica. I processi di trasformazione, soprattutto quelli energetici e climatici, indicano poi anche che il potenziale di crescita diminuirà temporaneamente e contemporaneamente i costi aumenteranno. Ma così come gli shock dell'offerta hanno un effetto simultaneo di aumento dell'inflazione e di inibizione della crescita, il loro calo avrebbe poi un effetto opposto. La politica di bilancio allora può essere d'aiuto evitando di alimentare ulteriormente l'inflazione con interventi diretti sui prezzi dei beni importati e non reprimendo i conseguenti aggiustamenti ragionevoli sul fronte dell'offerta e dei comportamenti. Così come le parti sociali potranno contribuire evitando, con una "azione concertata" durante la stagflazione, una spirale prezzi-salari e assumendo prevalentemente atteggiamenti prudenti.

Allo stato attuale delle cose, i prossimi mesi porranno sfide importanti alla politica monetaria e di bilancio. Con un compito insolito: come mandare l'economia globale in una "recessione controllata" in cui l'aggiustamento agli shock dell'offerta abbia successo e si possa, allo stesso tempo, combattere l'inflazione? Per l'area dell'euro, in particolare, questo compito rischia di diventare quasi esistenziale.

Fonti :

Brooks, Robin (2022), Tweet del 21.6.2022, ore 19:42.

Furman, Jason (2022), The U.S. and Europe Have Different Inflation Problems, WSJ, 6. giugno 2022.

Schnabel, Isabel (2022), United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union, Discorso alla Sorbonne del 14 Giugno 2022.

Shapiro, Adam Hale (2022), How Much Do Supply and Demand Drive Inflation? Federal Reserve Bank of San Francisco, Economic Letter, 21 Giugno 2022.

**Autore:****Prof. Dr. Henning Vöpel**

Consiglio d'amministrazione della "Stiftung Ordnungspolitik" e Direttore del "Centrum für Europäische Politik"

voepel@cep.eu

Centrum für Europäische Politik FREIBURG | BERLIN

Kaiser-Joseph-Straße 266 | D-79098 Freiburg
Schiffbauerdamm 40 Räume 4205/06 | D-10117 Berlin
Tel. + 49 761 38693-0
Tel. +49 30-43973746-0



Traduzione (dalla versione originale tedesca):

Dott. Stefano Milia

milia@cep.eu

Centro Politiche Europee ROMA

Via G. Vico, 1 | I-00196 Roma
Tel. +390684388433

Il **Centrum für Europäische Politik** FREIBURG | BERLIN,
il **Centre de Politique Européenne** PARIS, ed il **Centro Politiche Europee** ROMA,
costituiscono il **Centres for European Policy Network** FREIBURG | BERLIN | PARIS | ROMA.

Gli istituti della rete CEP sono specializzati nell'analisi e nella valutazione degli atti promossi dalle istituzioni dell'Unione europea nell'ambito delle politiche di loro competenza e nel quadro d'insieme del processo di integrazione. Il lavoro scientifico, riflesso in particolare nelle proprie pubblicazioni, viene portato avanti indipendentemente da qualsiasi interesse di parte e in favore di una Unione europea che rispetti lo stato di diritto ed i principi dell'economia sociale di mercato.