

Recessione evitata

06901 LA LEZIONE
AMERICANA
ALL'EUROPAdi **Lucrezia Reichlin**

Veniamo da una settimana intensa per le principali banche centrali. Eurozona e Stati Uniti hanno alzato i tassi di 25 punti base e non dato certezze per le prossime mosse anche se si capisce che siamo arrivati alla fine o quasi della fase di rialzo dei tassi. La banca centrale giapponese, d'altro canto, nonostante un'inflazione al 3%, lievemente più alta che negli Usa, è ancora preoccupata di ritornare a un regime di inflazione bassa e mantiene tassi

negativi. Dopo poco più di un anno di allarme per il ritorno dell'inflazione, che ha suscitato accuse ai ritardi delle banche centrali, sembra quindi che lo scenario anni Settanta, caratterizzato da un'inflazione fuori controllo e una rincorsa salari-profitti, sia stato evitato. Nonostante la persistenza dell'inflazione nel settore dei servizi, la traiettoria è quella di un ritorno all'obiettivo del 2% per il 2025, dopo soli tre anni dagli eventi estremi che hanno colpito le nostre economie: distruzione

delle catene di fornitura come conseguenza del Covid, choc energetico e guerra in Ucraina. Un risultato che smentisce i toni allarmistici di molti economisti.

Due problemi rimangono rilevanti. Il primo, è il costo per l'economia reale del rapido aumento dei tassi. Il secondo, è l'incertezza sul livello a cui si attesteranno i tassi di interesse nei prossimi decenni, a stretta finita. Dobbiamo aspettarci di tornare al regime di tassi bassi a cui ci eravamo abituati prima del Covid?

LA LEZIONE AMERICANA SU RECESSIONE E CRESCITA

Scelte e congiuntura Se nei Paesi europei si aprisse una stagione di investimenti pubblici e privati per sostenere una giusta transizione energetica in linea con gli accordi di Parigi, questo avrebbe un effetto positivo sulla crescita futura

L'allarme
I timori per il ritorno dell'inflazione hanno suscitato accuse sui ritardi delle banche centrali

Previsioni smentite
Ma lo scenario anni '70 con inflazione fuori controllo e una rincorsa salari-profitti sembra sia stato evitato

Veniamo al primo problema. Gli Stati Uniti, nonostante undici aumenti dei tassi in un anno e tre mesi, sembrano avere evitato la recessione. L'economia Usa rimane sorprendentemente robusta, talmente robusta da avere sorpreso la stessa banca centrale. L'inflazione scende nonostante un mercato del lavoro in piena occupazione, il che fa pensare che inflazione e disinflazione abbiano poco a che fare con la po-

litica monetaria. Infatti, c'è chi sostiene che l'inflazione negli Usa sia stata causata da un intervento massiccio della politica fiscale e dalla trasmissione sui prezzi del costo dell'energia, non dai ritardi della Fed. La disinflazione potrebbe quindi essere solo una normalizzazione di questi due fattori. La stretta monetaria la ha probabilmente aiutata in alcuni settori, ma consumo e investimento non hanno sofferto troppo perché sostenuti dalle politiche di Biden. Il mix di politiche — fiscali e monetarie — è quello che conta e nel complesso, negli

Usa, è stato attento alla crescita. Lo stesso non è vero per l'Europa dove le politiche fiscali sono state meno espansive nonostante lo choc energetico abbia avuto conseguenze ben più pesanti per i redditi di imprese e



famiglie. In Europa, infatti, non solo consumi e investimenti sono ancora deboli, ma vediamo seri indizi di rallentamento congiunturale. La Germania e il Nord Europa sono stati colpiti pesantemente, ma ora anche in Italia si avvertono segni negativi nell'industria. I dati dell'autunno chiariranno se ci sia o no un pericolo di recessione, ma la probabilità non è nulla. In questo contesto gli investimenti legati al Pnrr aiutano a sostenere la domanda, ma i bilanci presentati dagli Stati membri dell'Unione Monetaria indicano una stretta l'anno prossimo che peserà negativamente. Il mix di politiche da noi è certamente più restrittivo che negli Usa e non è un caso che il costo della disinflazione sia più alto.

Veniamo al secondo problema. Quello che succederà ai tassi nei prossimi dieci anni dipenderà da fattori strutturali, in particolare dall'equilibrio fra investimento e risparmio che a sua volta dipende da fattori demografici, dalla propensione al rischio e dalle politiche pubbliche. Il mercato si aspetta un ritorno alla situazione pre-Covid: inflazione bassa e tassi su prestiti con una maturità di 5-10 anni corretti dall'inflazione (tassi reali) anch'essi bassi. La stima per l'Europa è che questi ultimi ritorneranno ad essere vicino allo zero. Ma non c'è da stare allegri per questa previsione perché questo zero riflette

l'aspettativa di bassa crescita e di bassi investimenti. Se l'Europa aprisse una stagione di investimenti pubblici e privati per sostenere una giusta transizione energetica in linea con gli accordi di Parigi, questo avrebbe un effetto positivo sulla crescita futura e, anche con un'inflazione stabile, spingerebbe in su i tassi reali. Nel caso di una minore ambizione da parte del settore pubblico e privato, torneremo invece alla situazione precedente al Covid che è stata definita dall'economista americano Larry Summers «stagna-zione secolare».

C'è una relazione tra queste due problemi? Sì e no. Il tema degli investimenti e del tasso di interesse reale che prevarrà ad un orizzonte di lungo periodo è strutturale, mentre quello del mix di politiche per la stabilità di inflazione e attività economica riguarda i prossimi due anni. Tuttavia, è probabile che la tradizionale cautela europea nel sostenere l'economia in risposta ad eventi esterni come quelli che abbiamo recentemente vissuto, pesi negativamente sulla crescita strutturale. Gli Stati Uniti — sia con la crisi recente che dopo quella del 2008 — hanno dimostrato una maggiore ambizione e fiducia nelle politiche pubbliche. Un paradosso, se si pensa che gli Usa sono la patria del liberismo e un richiamo all'Europa ad alzare il livello delle sue ambizioni.

© RIPRODUZIONE RISERVATA

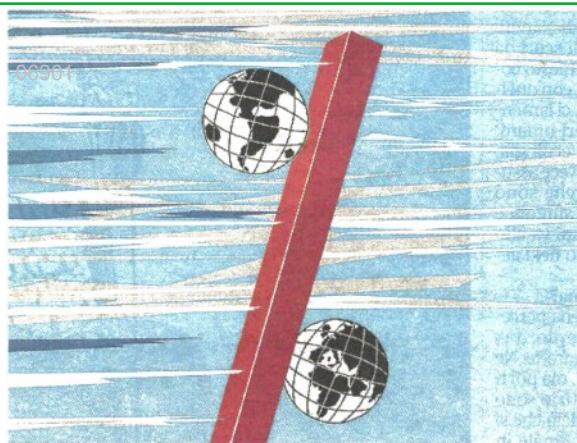


ILLUSTRAZIONE DI DORIANO SOLINAS