

La parola chiave del **prossimo numero della rivista Arel** è "futuro". Parola impegnativa, nelle sue tante implicazioni e sfaccettature, che offre spunti a **un ricco e variegato ventaglio di articoli**. Qui anticipiamo uno di questi, ringraziando la direzione e la redazione di Arel per la gradita cortesia, che rinnova l'ormai consolidata collaborazione tra le due riviste.



y.

Un incubo: chi l'ha vissuto, dia retta a me, non lo dimentica. Ma anche chi ha vissuto la stabilità non la può dimenticare.

Era il 1996 quando Nino Andreatta pronunciava queste parole ricordando le difficoltà incontrate da ministro del Tesoro nei primi anni Ottanta nel governare l'economia italiana con un'inflazione a

due cifre. Un ritorno al passato quello dell'inflazione, che ha ripreso a galoppare e che rischia di essere il presente e il futuro dell'Occidente industrializzato. Non soltanto perché i prezzi hanno ricominciato a correre. Non tanto perché si è finalmente capito che non si tratta solo di inflazione importata, legata cioè all'aumento del prezzo dell'energia. E neanche perché si è compreso che la guerra in Ucraina ha rappresentato solo un fattore aggiuntivo rispetto a una tendenza già delineata. Quanto piuttosto perché la liquidità immessa sul mercato in tutti questi anni ha di fatto creato una bolla il cui scoppio è stato innescato dalla ripresa dell'economia a seguito della pandemia. Il fatto che la speculazione si stia innestando sulla fiammata dei prezzi è solo una faccia della medaglia. L'altra è quella della politica monetaria. In questi mesi, le Banche centrali hanno cercato di correre ai ripari per raffreddare la corsa dei prezzi operando una stretta con il conseguente aggravio dei costi del rinnovo del debito per le economie più indebitate ma anche per quelle uscite con un aumento del debito dalla pandemia. Ora dal Fondo Monetario si richiede un passo in più visto che l'indice dei prezzi al consumo a livello mondiale è cresciuto dal 4,7% del 2021 all'8,8% del 2022. Dopo il ritorno a una politica restrittiva ciò che il Fondo Monetario chiede alle banche centrali è chiarezza nelle comunicazioni, determinazione nel perseguimento degli obiettivi ma anche normalizzazione delle loro politiche per evitare di prestare il fianco alla speculazione.



Finora, la reazione più dura è stata quella della Federal Reserve, che ha inanellato il quinto rialzo dei tassi dall'inizio dell'anno con il terzo aumento consecutivo a settembre da 75 punti base: il costo del denaro è ormai compreso all'interno di una forchetta che oscilla tra il 3 e il 3,25 per cento. E l'impressione è che si proseguirà a combattere l'inflazione con aggressivi rialzi dei tassi di interesse, anche se questo dovesse comportare l'inizio di una stagione recessiva. L'economia statunitense ha fatto registrare una brusca frenata, il dollaro si è apprezzato sui mercati valutari e le ombre della recessione appaiono ormai sempre più lunghe: eppure la Fed sembra aver imboccato con decisione la strada di un aumento progressivo dei tassi per riportare l'inflazione dall'attuale 8,3 per cento (era all'8,6 per cento a maggio quando ha fatto segnare il massimo dal 1981!) al due per cento considerato un livello ottimale. Se il rallentamento dell'economia dovesse in qualche modo lasciare il posto alla recessione, da molti oltreoceano sarebbe considerato un danno collaterale, ma di fatto non metterebbe in discussione le operazioni di politica monetaria. Non a caso c'è chi prevede che le prossime mosse della Fed potrebbero comprendere un doppio rialzo dei tassi americani dello 0,75 per cento sia a novembre che a dicembre, facendo sfumare le speranze per un atterraggio morbido dell'economia e creando le condizioni per una probabile recessione la cui durata potrebbe essere difficile da prevedere. Se a questo si aggiunge che le

misure sui tassi avranno un impatto globale alla luce degli effetti sul dollaro, si capiscono meglio le preoccupazioni del Fmi che nel *World Economic Outlook* di ottobre parla di un'economia mondiale che si trova a "navigare in acque agitate".

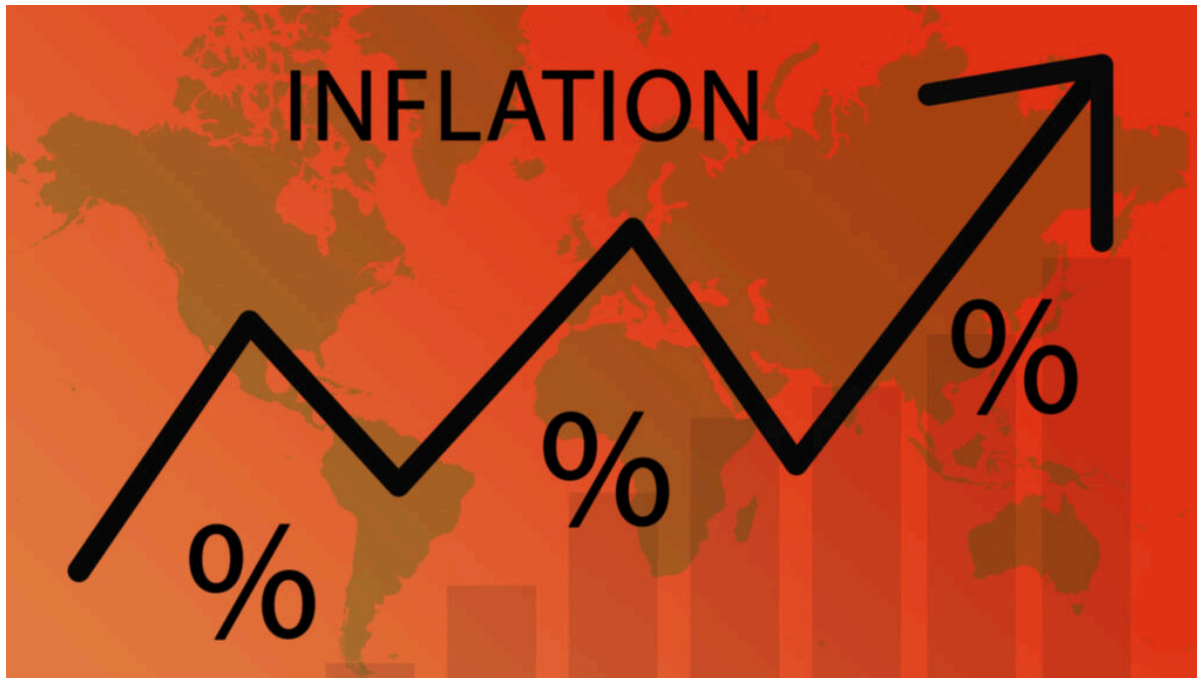


Mentre negli USA si ritiene che non ci sia una strada indolore per raffreddare i prezzi e, quindi, sia importante agire con tempestività e aggressività, più cauta finora è apparsa la politica monetaria della Banca Centrale Europea anche se, con le ultime mosse, sembra aver decisamente optato per un rialzo dei tassi. Un atterraggio meno duro, quello messo in campo dalla BCE, che deve fare i conti con una non omogenea salute dell'economie dell'Area euro. I rialzi decisi in estate sono stati dettati dalla necessità di raffreddare l'inflazione, ma anche dall'urgenza di frenare la caduta dell'euro, che è scivolato ben sotto la parità sul dollaro portandosi fino a 92,95 e segnando il minimo dal dicembre 2015 con un calo del 4,2 per cento. Se il deprezzamento dell'euro ha finora avuto il merito di spingere le esportazioni dell'Eurozona, in modo particolare di Germania e Italia, è ora divenuto motivo di preoccupazione. Il rischio che ormai diventi ulteriore fonte di inflazione, che va ad aggiungersi a quella relativa alla componente energetica, è da non sottovalutare.

Da qui la decisione di invertire, per la prima volta dal 2011, la politica monetaria già con un rialzo prima della pausa estiva; una direzione che è stata confermata a settembre con un nuovo aumento dello 0,75 punti dei tassi di interesse e ripetuto a fine ottobre con una stretta sempre della stessa

entità: oggi il costo del denaro è all'2%, quello sui depositi all'1,5 per cento e il tasso sui prestiti marginali al 2,25 per cento. E la tendenza è che ci saranno nuove strette monetarie nei prossimi mesi. D'altra parte, la presidente della Bce Christine Lagarde non ha nascosto che "potrebbe accadere, anche se non è ancora nel nostro scenario base, che tra la fine del 2022 e l'inizio del 2023 ci sia una leggera recessione, ma non crediamo che sarebbe sufficiente a domare l'inflazione e quindi non possiamo semplicemente lasciare che le cose si sistemino da sole". In realtà, l'inflazione nella zona euro galoppa e in forma asimmetrica visto che se è vero che si è attestata ad agosto poco sopra il 9 per cento, viaggia addirittura al 20 per cento nei paesi baltici e ha superato la doppia cifra in diversi stati membri, tra cui Spagna e Olanda. In Italia secondo l'Ocse nel mese di settembre l'inflazione è cresciuta all'8,9 per cento rispetto all'8,4 per cento di agosto ma l'Istat ad ottobre nelle stime preliminari ha registrato una forte accelerazione dei prezzi al consumo che hanno sfiorato il 12 per cento (11,9 per cento): un livello che non si vedeva dal marzo del 1984. Di segno opposto invece la crescita dell'economia nell'Eurozona il prossimo anno quando le previsioni internazionali danno Germania e Italia in recessione con un calo del Pil a fronte della crescita messa ancora a segno per quest'anno.

A quelli che hanno lamentato un ritardo di reazione da parte della BCE, che ha fatto la sua prima mossa restrittiva a luglio rispetto all'intervento della FED datato a marzo, la presidente della Banca Centrale Europea Lagarde ha fatto notare che già a dicembre l'Eurotower aveva stoppato il Pepp (Programma di acquisto per l'emergenza pandemica), iniziando così a restringere i cordoni della borsa. Il resto è storia di questi mesi e racconta il braccio di ferro tra falchi e colombe all'interno della BCE, che è sì disposta a fare qualsiasi cosa sarà ritenuta necessaria per riportare l'inflazione all'obiettivo del due per cento, ma, per dirla con il vicepresidente Luis de Guindos, l'importante è che sul rialzo del caro-vita non si inneschi la spirale di una dinamica inflazionistica relativa al rapporto prezzi-salari.



È qui che il futuro ha sempre più il sapore del passato. L'aumento sostenuto dei prezzi può essere contenuto - in un periodo temporale delimitato - sia con strumenti di politica monetaria, ovvero riducendo la liquidità circolante e aumentando il costo del denaro, sia con sostegni di politica fiscale a favore di chi in queste settimane soffre di più l'erosione del reddito. Un'inflazione in forte crescita falciava i redditi delle famiglie mentre l'aumento dei tassi di interesse mette a dura prova le imprese. Per un paese come l'Italia senza dubbio allevia l'incidenza del debito sul PIL anche se nel lungo periodo, con il rialzo dei rendimenti sui titoli del debito pubblico, finirà per aumentarne il rapporto.

In ogni caso, non c'è dubbio che l'Eurozona abbia un problema: le politiche di bilancio, ancora di più quelle fiscali, seppure armonizzate all'interno dell'Eurozona con le leggi di stabilità approvate dalla Commissione, presentano margini di manovra diversi. Paesi più indebitati avranno ridotte possibilità di incidere maggiormente, con il conseguente risultato che non solo ci saranno tensioni sociali, ma occorrerà fare i conti con effetti recessivi immediati. La tentazione di legare prezzi e salari di fronte all'aumento del costo della vita e alle manovre speculative sempre più evidenti in alcuni paesi come l'Italia, dove il caro energia dovuto alla dipendenza del paese dal gas ha di fatto innescato una spirale inflazionistica sul carrello della spesa e non solo, è dietro l'angolo. Non c'è dubbio che la BCE possa fare la differenza rispetto al passato. A patto, tuttavia, che parli con l'autorevolezza e la chiarezza di intenti del *whatever it takes* di Draghi. Una determinazione che al momento non sembra ancora emergere dalle parti di Francoforte, con il rischio che sulla spirale inflattiva si inneschino sempre più spinte speculative che, almeno al momento, non sono emerse

sui mercati azionari e valutari. L'euro, seppure sotto pressione, resta un solido ombrello sotto cui ripararsi per la totalità delle economie dell'Eurozona.

D'altra parte, da marzo ad oggi la liquidità in circolazione nel mondo è diminuita di ben 7mila miliardi dollari, scendendo da 104mila a meno di 97 mila miliardi. Il costo del rifinanziamento del debito globale, americano in primo luogo ma anche dell'Eurozona, rischia di essere sempre più oneroso, tanto che già oggi è stimato in circa mille miliardi di dollari. Se i governi devono fare i conti con un debito secondario crescente, primo fra tutti l'Italia, anche imprese e famiglie indebitate stanno iniziando a sopportare un costo sempre più oneroso per finanziamenti e mutui. Riportare l'inflazione al livello ottimale del due per cento è senza dubbio una grande sfida per le banche centrali. A maggior ragione per la BCE chiamata in questi mesi a fare i conti con più di una variabile inflattiva: dalla componente energetica a quella della guerra in casa, dal deprezzamento dell'euro alle sfide del ritorno alla normalità post-pandemica. Di certo, mai come oggi il futuro somiglia sempre di più al nostro passato anche se, per dirla con Andreatta, mai come in questo momento chi ha vissuto la stabilità degli ultimi anni potrà dimenticarla.