

La recessione mondiale e le scelte delle banche centrali

di Antonio Ribba

Nel mentre si stavano scrutando i segni della imminente recessione statunitense è arrivata la recessione in Europa e così il decoupling, la separazione dei destini macroeconomici europei da quelli americani, sembra rinviato a data da destinarsi. È ora diventato urgente modificare l'orientamento restrittivo della politica monetaria nell'area euro. Per quanto concerne lo spettro dell'inflazione, esso è probabilmente destinato ad evaporare nei prossimi mesi sulla scia dei recenti, forti ribassi del prezzo del petrolio e della stagnazione dell'economia mondiale.

Le recessioni sono una periodica malattia delle economie di mercato ed abbiamo esperienza storica di recessioni che mal curate dalla politica economica si sono poi trasformate in depressioni di lunga durata. Sembra quindi sensato che la conduzione della politica monetaria e, più in generale, della politica macroeconomica abbia come obiettivo anche la stabilizzazione dell'economia reale. D'altro canto, per coloro che guardano alle recessioni come ad una risposta ottimale del sistema ad eventi esogeni avversi c'è poco o nullo spazio per la politica macroeconomica. Tuttavia, quest'ultima posizione non sembra avere, almeno al momento, significativa influenza sulle scelte delle banche centrali. Perlomeno, se facciamo riferimento al Federal Reserve System (Fed).

Invece, nel caso della banca centrale europea (Bce), le scelte recenti di politica più che da dottrinale adesione a schemi teorici che prevedono l'economia eternamente collocata nel suo equilibrio naturale sono guidate da una ammirevole fermezza nel contrasto dell'inflazione. Tuttavia, la spinta degli impulsi esogeni, forte crescita nelle quotazioni di petrolio e materie prime, che negli ultimi 12 mesi ha determinato un innalzamento del tasso d'inflazione in tutti i paesi industrializzati sta perdendo velocemente d'intensità. Il problema della elevata inflazione potrebbe, quindi, essere già dietro le spalle mentre invece incombe una insidiosa recessione mondiale. Sembra allora maturo il tempo di un cambio di rotta nella politica monetaria europea.

Ci sono pochi dubbi sul fatto che l'area euro sia entrata in recessione a partire dal secondo trimestre del 2008. La crescita nel periodo aprile-giugno è stata negativa per i principali paesi dell'area mentre alcuni affidabili indicatori di tendenza, quali l'indice IFO per l'economia tedesca ed EuroCoin per l'aggregato europeo, segnalano seri rischi per i prossimi trimestri.

In sostanza, nel mentre si monitorava l'economia statunitense per scorgere conferme della presunta recessione in atto in quell'area, è arrivata la recessione in Europa. L'inconsistenza della tesi del decoupling è stata clamorosamente confermata.

Le differenti politiche macroeconomiche adottate negli Stati Uniti ed in Europa negli ultimi 12 mesi forniscono la chiave di lettura di questi risultati. La crisi finanziaria legata al crollo del settore immobiliare, esplosa nell'estate del 2007 e che ha avuto come epicentro gli USA, aveva iniziato a mostrare i suoi effetti già nell'ultimo trimestre del 2007: rispetto al trimestre precedente, negli Stati Uniti si era infatti avuto un crollo nella crescita (negativa dello 0,2 per cento annualizzato) e nell'area euro la crescita si era contratta ad un tasso di poco superiore all'1 per cento. La risposta della banca centrale statunitense è consistita, come sappiamo, in una forte e progressiva riduzione dei tassi di interesse nominali a breve termine. Il tasso d'interesse sui fondi federali, in un arco temporale di 8 mesi, tra settembre 2007 ed aprile 2008, è passato dal 5,25% al 2%. Peraltro, in alcune fasi, si veda il duplice intervento sui tassi del gennaio 2008, è stato anche accantonato il

tradizionale gradualismo (smoothing) che ha caratterizzato la conduzione della politica monetaria negli USA negli ultimi decenni.

Anche la politica fiscale ha svolto la sua parte. Infatti, i rimborsi affluiti alle famiglie nel periodo compreso tra aprile e luglio 2008 hanno dato fiato, sebbene solo temporaneamente, alla spesa per consumi. Come è noto, dopo un primo trimestre caratterizzato da crescita asfittica, nel secondo trimestre 2008 il tasso di crescita del Pil è stato del 3,3% annualizzato. I consumi privati hanno in effetti mostrato una certa tenuta, sostenuti dalla crescita del reddito disponibile, ma il ruolo dominante nel determinare questa evoluzione del prodotto aggregato è stato giocato dal boom delle esportazioni nette, a sua volta spiegato dalle scelte divergenti di politica monetaria operate dalle principali banche centrali, le quali scelte hanno rafforzato la tendenza al deprezzamento del dollaro nei confronti dell'euro e delle altre principali valute.

In verità, altre informazioni macroeconomiche provenienti dagli Stati Uniti sono assai meno rassicuranti ed in effetti alcuni indicatori del mercato del lavoro lanciano segnali coerenti con un sistema già in recessione o comunque sul suo orlo. In particolare, il tasso di disoccupazione è sensibilmente aumentato nell'ultimo anno, con una ulteriore accelerazione nel trimestre in corso ed, inoltre, nel corso del 2008 vi è stata una sistematica cancellazione di posti di lavoro, con un taglio complessivo che ammonta alle 600.000 unità. Questi dati fanno anche ritenere che le future revisioni del Pil mostreranno una crescita per il primo semestre assai meno fiorente di quella sinora ufficializzata. A tal proposito, va ricordato che nel corso dell'ultima recessione ufficiale un dato di crescita positivo sul primo trimestre 2001 dell'1% fu negli anni successivi rivisto in crescita negativa dello 0,9%.

Un possibile punto debole della complessiva strategia di politica macroeconomica adottata negli USA è che tale strategia è efficace soprattutto come reazione ad uno shock negativo di domanda aggregata. Infatti, in questo caso, la risposta del sistema economico alla caduta della domanda è un rallentamento-recessione, con conseguente aumento del tasso di disoccupazione e successivo raffreddamento dell'inflazione. D'altro canto, quando l'economia è afflitta simultaneamente da forti eventi negativi sul lato dell'offerta, come nel caso recente di brusco rialzo del prezzo delle materie prime, lo shock d'offerta genera nel sistema una tendenza al simultaneo aumento dell'inflazione ed alla caduta della produzione. In questo contesto, lo stimolo monetario della banca centrale e l'ampliamento del deficit pubblico si prendono cura della recessione ma rischiano di aggravare i problemi sul fronte dell'inflazione. Inoltre, laddove l'aumento dell'inflazione si riveli persistente e venga incorporato nelle aspettative dei cittadini, la banca centrale rischia di perdere il controllo dell'inflazione. A quel punto diventa forte la spinta verso una robusta stretta monetaria ed un consistente rialzo dei tassi d'interesse, con conseguenze disastrose sul fronte dell'occupazione e della produzione. Questa è in effetti la parabola che ci hanno illustrato gli shock petroliferi negli anni settanta fino all'epilogo della disinflazione di Volcker e della connessa, dura recessione mondiale dei primi anni ottanta.

Attualmente, il tasso d'inflazione dei prezzi al consumo negli USA è di poco superiore al 5% e quindi siamo in ogni caso ben lontani dai livelli degli infausti anni settanta. La scommessa del presidente della Fed, Bernanke, è che l'inflazione fletterà gradualmente nei prossimi mesi in coerenza con la stagnazione dell'economia e con i ridimensionamenti in corso del prezzo del petrolio. La scommessa potrebbe esser vinta sebbene un'incognita sia data dal fatto che, astraendo dalla volatilità di brevissimo periodo, la definitiva stabilizzazione verso il basso del prezzo del petrolio difficilmente potrà avvenire in assenza di una sicura inversione del trend di debolezza del dollaro. E tale rafforzamento stabile del dollaro è a sua volta improbabile in assenza di una chiara inversione del ciclo espansivo della politica monetaria. E' una questione di dosi e c'è da sperare che sia sufficiente una modica quantità di restrizione ma, ancora una volta, la conclusione deve essere che molti problemi sono ancora davanti ed il burrone resta pericolosamente vicino.

Dato il quadro dell'economia europea e mondiale, appare chiaro come l'Europa necessiti di un robusto intervento di sostegno all'economia da parte della Bce. La riduzione, per almeno un punto percentuale, dei tassi d'interesse a breve termine controllati dalla banca centrale serve oggi e non nella primavera-estate del 2009.

L'obiezione è che il tasso d'inflazione nell'area è particolarmente elevato, intorno al 4% nella variazione su 12 mesi, e ben superiore al livello "al di sotto ma vicino al 2%" ritenuto desiderabile dalla Bce. Qui abbiamo però un probabile difetto d'analisi nella valutazione delle prospettive dell'inflazione. Le banche centrali dovrebbero evitare di inseguire movimenti transitori del tasso dell'inflazione e, in effetti, il tasso d'inflazione misurato dall'indice dei prezzi al consumo non è una buona guida per le scelte di politica monetaria. Il motivo è che esso contiene una rilevante componente transitoria e mostra eccessiva variabilità di breve periodo. In sostanza, soprattutto nei periodi turbolenti per i prezzi di alimentari ed energia, si muove in modo piuttosto erratico. Così, una volta toccato un picco del 4% nel mese di luglio, la veloce caduta del 35% del prezzo in dollari del petrolio rispetto ai massimi determinerà entro la fine dell'anno una brusca correzione al ribasso del tasso d'inflazione nell'area euro verso il 3%.

Le banche centrali dovrebbero in realtà monitorare una misura "core", ovvero una misura di trend dell'inflazione il più possibile scevra da movimenti transitori e di conseguenza in grado di orientare le scelte di medio periodo della politica monetaria. Ad esempio, in anni recenti, la Fed ha spostato l'attenzione da una tradizionale misura "core", data dal tasso di variazione dell'indice dei prezzi al consumo depurato dalle componenti volatili di alimentari ed energia, ad una nuova misura dell'inflazione di fondo associata alla spesa in beni di consumo delle famiglie, che comunque elimina dall'indice di prezzo le componenti a maggiore volatilità.

Va sottolineato che se si prendono a riferimento queste misure più stabili d'inflazione abbiamo attualmente valori di poco superiori al 2% negli Stati Uniti e di poco inferiori al 2% nell'area euro. D'altro canto la Bce è restia, se non contraria, almeno ufficialmente, all'utilizzo di misure "core" in quanto in caso di fallimento nella stabilizzazione delle aspettative d'inflazione, si genererebbero effetti di rincorsa circolare tra salari e prezzi. Rischio tanto più grande, ovviamente, quanto più persistente nell'economia il rialzo nel tasso d'inflazione.

Tuttavia, è ragionevole ritenere che laddove la banca centrale optasse per un indicatore più "smooth" dell'inflazione, sperabilmente affidabile, questa stessa scelta potrebbe agire da ancora per le aspettative di famiglie e imprese.

Peraltro, in relazione al problema della eccessiva crescita del prezzo del petrolio, con la sua negativa influenza tanto sull'inflazione che sulla crescita, occorre ribadire che un contributo rilevante è stato fornito dal forte deprezzamento del dollaro. È possibile, in sostanza, che vi sia stato un eccesso di intervento sui tassi a breve statunitensi. Va però al contempo osservato che la Fed ha dovuto agire in questi mesi in condizioni di splendida solitudine nella sua battaglia antirecessiva. Una diversa strategia della Bce nei mesi passati, più attenta ai rischi di recessione globale e meno ossessionata dal fantasma inflazionistico, avrebbe certamente consentito una minore aggressività espansiva da parte della banca centrale statunitense.

A questo stadio della crisi la Fed ha (quasi) esaurito le sue munizioni ed il testimone deve necessariamente passare ad altre banche centrali. È opportuno continui la tendenza, osservata nella fase recente, all'apprezzamento del dollaro ma al tempo stesso evitando una ulteriore contrazione della domanda mondiale. Ciò richiederà adeguate politiche a livello macro anche nell'area europea.

Per quanto riguarda la Bce, essa deve semplicemente velocizzare la sua risposta in termini di una significativa riduzione dei tassi d'interesse.

Negli interventi recenti del presidente Trichet si è notata la scomparsa di una ricorrente ed infelice espressione dei mesi passati: "I fondamentali dell'area europea sono solidi". Ora la speranza è che essa non venga sostituita nei prossimi mesi dal nuovo, fiducioso messaggio: "L'economia europea ha già toccato il fondo e la ripresa è imminente". In effetti, per quanto tali messaggi servano comprensibilmente a trasmettere fiducia nonché a giustificare le scelte di politica, due smentite consecutive, dai fatti, è sempre bene evitarle.

All'intervento della banca centrale dovrà comunque essere affiancata anche un'azione di stimolo fiscale da parte dei governi. Soprattutto da parte dei governi dei principali paesi dell'area, Germania e Francia. Almeno per quanto riguarda la Germania non sembrano esserci rischi di deficit eccessivo rispetto ai parametri europei. Qualche difficoltà in più sussiste per la Francia, il cui deficit pubblico in relazione al prodotto aggregato si sta già avvicinando alla soglia del 3%. Invece, per quei paesi come l'Italia, con necessità inderogabile di rientrare da un elevato debito pubblico, varrà la infelice ma inevitabile condizione del dover vanamente inseguire il pareggio di bilancio in periodi di crisi economica.

Osserviamo, infine, che il valore inferiore dell'intervallo di stima della crescita del Pil fornito dallo staff della Bce nelle aggiornate proiezioni di settembre fissa allo 0,6% il dato del 2009 (il valore superiore è fissato all'1,8%). È tuttavia da ritenere che con politiche monetarie e fiscali invariate un tasso di crescita dello 0,6% sia difficilmente conseguibile.

Una nota finale.

Questo intervento è stato scritto nei primi giorni di settembre. Nella fase di transizione intercorsa tra l'invio dell'articolo alla rivista e la sua pubblicazione si sono avuti, in sequenza, il fallimento della banca d'affari Lehman Brothers, la nazionalizzazione del gigante del settore assicurazioni, AIG, avviluppato al crollo del settore immobiliare attraverso le attività assicurative connesse all'erogazione di mutui, ed infine il tentativo di stabilizzazione del sistema con il piano congiunto promosso da banca centrale e Tesoro statunitense. Il piano è attualmente in discussione al Congresso. È, quindi, in corso di realizzazione il salvataggio pubblico del sistema finanziario americano. I costi di questi interventi sono molto elevati e genereranno nei prossimi anni un forte aumento del debito pubblico degli Stati Uniti.

In sostanza, la crisi finanziaria e reale si è ulteriormente aggravata. In queste condizioni, la linea d'azione perseguita nel corso di questa crisi dalla Bce, volta a separare in modo rigido la gestione degli interventi straordinari sulla liquidità dalla determinazione dei tassi d'interesse, ed inoltre con interventi sui tassi condizionati esclusivamente all'obiettivo di stabilità dei prezzi, non sembra più una strategia di conduzione della politica monetaria idonea a preservare la stabilità del sistema.