

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

**IL NUOVO ATLANTE.**

**COME GLI SHOCK GLOBALI**

**STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA**

**INTRODUZIONE** STEFANO MANZOCCHI, FRANCESCO SARACENO

Alfonso Arpaia  
Filippo Bontadini  
Nicola Borri  
Floriana Cerniglia  
Tommaso Ciarli  
Lorenzo Codogno  
Maurizio Franzini  
Valentina Meliciani  
Marcello Messori  
Michele Raitano  
Francesco Saraceno  
Maria Savona  
Alessandro Turrini  
Ariel L. Wirkierman  
Alessandro Zattoni

N. 2-2022

Rivista di  
**Politica Economica**

Direttore: Stefano Manzocchi

**Advisory Board**

Cinzia Alcidi

Barbara Annicchiarico

Mario Baldassarri

Riccardo Barbieri

Leonardo Becchetti

Andrea Boitani

Massimo Bordignon

Marina Brogi

Elena Carletti

Alessandra Casarico

Stefano Caselli

Lorenzo Codogno

Luisa Corrado

Carlo Cottarelli

Sergio Fabbrini

Alessandro Fontana

Giampaolo Galli

Nicola Giammarioli

Gabriele Giudice

Luigi Guiso

Francesco Lippi

Francesca Mariotti

Marcello Messori

Salvatore Nisticò

Gianmarco Ottaviano

Ugo Panizza

Andrea Prencipe

Andrea Filippo Presbitero

Riccardo Puglisi

Pietro Reichlin

Francesco Saraceno

Fabiano Schivardi

Lucia Tajoli

Maria Rita Testa

Fabrizio Traù

Gilberto Turati

RIVISTA DI

# POLITICA ECONOMICA

IL NUOVO ATLANTE.  
COME GLI SHOCK GLOBALI  
STANNO CAMBIANDO L'ECONOMIA

**Introduzione** ..... pag. 5  
Stefano Manzocchi, Francesco Saraceno

## 1. IL NUOVO CONTESTO MACRO-FINANZIARIO

**Crescita e inflazione: una tempesta al rallentatore** ..... » 13  
Lorenzo Codogno

**Il ritorno della politica di bilancio e il rilancio  
degli investimenti pubblici** ..... » 31  
Floriana Cerniglia, Francesco Saraceno

**Politica monetaria, intermediazione finanziaria e *policy mix*:  
il caso dell'Unione europea** ..... » 49  
Marcello Messori

## 2. DISEQUILIBRI E NUOVI EQUILIBRI NEGLI ASSETTI ECONOMICI E SOCIALI

**La disuguaglianza, i suoi meccanismi  
e le sue conseguenze** ..... » 73  
Maurizio Franzini, Michele Raitano

**Disoccupazione e isteresi nei paesi UE:  
lezioni da crisi molto differenti** ..... » 85  
Alfonso Arpaia, Alessandro Turrini

**Sistemi di *corporate governance*: caratteristiche strutturali  
e prospettive future** ..... » 109  
Alessandro Zattoni

## 3. L'INNOVAZIONE NEI SISTEMI DELLA PRODUZIONE E DELLA FINANZA

**I club europei dell'innovazione** ..... » 133  
Ariel L. Wirkierman, Tommaso Ciarli, Maria Savona

***Nearshoring* e *Farshoring* in Europa nell'economia globale** ... » 165  
Filippo Bontadini, Valentina Meliciani, Maria Savona, Ariel L. Wirkierman

***Fintech*: scenari e sfide per una possibile finanza del futuro** ... » 181  
Nicola Borri

# Crescita e inflazione: una tempesta al rallentatore

Lorenzo Codogno\*

- *Negli ultimi quindici anni vi sono state varie crisi, da quella finanziaria globale del 2008-09 a quella dei debiti sovrani nell'Eurozona del 2010-11, dalla pandemia alla più recente crisi legata al rialzo dell'inflazione in molti paesi. Per certi aspetti, l'economia mondiale è oggi più resiliente, ma per altri è ancora più vulnerabile. In questo paper, l'accento viene posto sulle prospettive per la crescita economica e i tassi d'interesse, e sul loro impatto sulla sostenibilità finanziaria del debito pubblico.*
- *Lo tsunami che ha preso le sue prime mosse a partire dal 2021 potrebbe esaurirsi nel corso del 2023. Anche se apparentemente il rialzo dell'inflazione ha avuto un andamento sincrono a livello internazionale, i fenomeni sottostanti sono profondamente diversi, e questo giustifica politiche monetarie e fiscali non pienamente allineate. I debiti pubblici e privati in percentuale al PIL rimangono vicini ai massimi storici, e questo si abbina a tassi di interesse in rialzo che renderanno il servizio al debito sempre più costoso.*
- *Il forte rallentamento in corso nell'economia mondiale porterà a galla problemi specifici per l'Eurozona e per l'Italia. Probabilmente si tradurrà in una vera e propria recessione, i cui contorni al momento non sembrano essere particolarmente marcati e neppure prolungati, se i vari pezzi che costituiscono il puzzle geopolitico ed economico-finanziario mondiale riusciranno a stare insieme senza ulteriori traumi. Ma molte sono le incognite sul new normal che emergerà dopo questa fase.*

JEL Classification: E0, E3, E63, F3.

Keywords: *macroeconomic development, price, business fluctuation and cycle, joint analysis of fiscal and monetary policy, international finance.*

---

\* l.codogno@lse.ac.uk, London School of Economics and Political Science e College of Europe, Bruges.

## 1. Lo shock energetico si porta via la robusta ripresa post pandemica

### 1.1 SHOCK DI OFFERTA E DI DOMANDA SI SONO SOMMATI E INTRECCIATI

Il mondo sta affrontando una crisi energetica che così profonda non si vedeva dagli anni Settanta. L'aggressione della Russia contro l'Ucraina ha provocato un massiccio rialzo dei prezzi dell'energia che ha messo a dura prova l'economia mondiale. Ma le tensioni erano emerse anche prima, in parte dovute alla graduale riduzione dell'offerta di gas da parte della Russia nel corso del 2021. Alle disfunzioni nel mercato dell'energia si sono aggiunte quelle nelle catene globali del valore e degli approvvigionamenti, con forti rialzi nei prezzi dei noli marittimi e strozzature di offerta in alcuni prodotti essenziali per la produzione, come i *microchip*.

Tuttavia, la scintilla dell'inflazione è probabilmente scoccata a causa dell'eccessivo stimolo fiscale statunitense durante la pandemia, sottostimato sia dall'amministrazione Biden sia dalla Federal Reserve. Con la riapertura dalla pandemia, la ripresa economica mondiale si era fatta molto vigorosa. Gli shock di offerta, inizialmente considerati come transitori, si sono sommati e intrecciati a quelli di domanda per generare un potente mix che alla fine ha spinto l'inflazione decisamente verso l'alto.

Si è andato ad aggiungere anche il fenomeno della *great resignation*, ovvero della riduzione dell'offerta di lavoro a seguito della pandemia, che è stato particolarmente evidente in alcuni paesi come gli Stati Uniti o il Regno Unito, dove si è sommato agli effetti della *Brexit*. Ma a fronte di questo rialzo globale dell'inflazione, la situazione nelle varie aree economiche risulta essere differenziata, con presenza di shock di offerta e di domanda con pesi ed entità molto diverse.

Per anni le banche centrali avevano avuto il problema esattamente opposto e, quindi, hanno tentennato prima di riconoscere in pieno il nuovo scenario. Con la ripresa dell'inflazione è gradualmente venuto meno anche il vigore della crescita economica e il rallentamento si è fatto pronunciato. Ma per guardare alle prospettive occorre prima comprendere i fenomeni sottostanti.

### 1.2 IL PREZZO DEL GAS E L'ECONOMIA MONDIALE

Il mercato dell'energia è globale, ma a livello mondiale vi è soltanto una limitata capacità di trasporto e rigassificazione del gas liquefatto. Quindi il mercato rimane per lo più vincolato alle direttrici di distribuzione dei gasdotti, ed è perciò segmentato per aree geografiche. Negli Stati Uniti, ad esempio, il prezzo del gas è rimasto basso e non troppo lontano dalle medie storiche nel corso del 2022. Tuttavia, l'utilizzo del gas per la produzione di elettricità è l'anello di

congiunzione con tutte le altre fonti di energia. Alle tensioni legate all'aggressione russa dell'Ucraina, e ancor prima alla deliberata riduzione dell'offerta di gas russo, si sono aggiunte le tensioni da domanda legate alla riapertura delle economie dopo la crisi pandemica. Infine, la politica d'offerta di petrolio dell'OPEC ha reso ulteriormente tesa la situazione. Il risultato è che i prezzi di tutte le materie prime energetiche sono aumentati.

Il caro energia si è tradotto in prezzi più elevati per tutti i generi alimentari, sia per l'aumento dei costi dei fertilizzanti, sia per i più elevati costi di trasporto. Infine, tutto ciò si è traslato nell'intero paniere dei prodotti, aumentando l'inflazione di fondo. Nonostante la ridotta dipendenza dell'economia mondiale dalle fluttuazioni dei prezzi energetici rispetto al passato, l'effetto ritardato sui comportamenti di spesa dei consumatori e di investimento delle imprese è ancora significativo.

### 1.3 UNA CRISI SINCRONA MA CON ORIGINI MOLTO DIVERSE

La Cina, che ormai conta sul maggiore settore manifatturiero mondiale, ha registrato un forte rallentamento nella sua crescita economica legato alle ondate di contagio della pandemia che hanno comportato *lockdown* severi e prolungati, con blocco dei porti e dei collegamenti commerciali con l'estero. Questo ha messo in ginocchio le catene internazionali del valore, generando disfunzioni per l'intero commercio mondiale. Ma non ha prodotto significative tensioni inflattive domestiche in Cina. L'ultimo dato sui prezzi al consumo di ottobre registra una crescita annuale del 2,1%, mentre i prezzi alla produzione diminuiscono dell'1,3%. I prezzi all'esportazione crescono del 6,6% rispetto all'anno precedente, ma sono fortemente influenzati dall'andamento della valuta cinese che si è deprezzata di circa il 13% rispetto al dollaro nell'ultimo anno. In sostanza, l'aumento dell'inflazione nel resto del mondo in gran parte non dipende dall'aumento dei prezzi in Cina.

I tassi d'interesse della People's Bank of China (PBoC) sono scesi leggermente, con il *prime rate* (LPR) sui finanziamenti a un anno alle imprese e alle famiglie ora al 3,65%. I rischi di ulteriori ondate di Covid-19 sono ancora ben presenti e potrebbero portare a una nuova frenata dell'economia e a spinte disinflazionistiche in Cina, pur creando tensioni verso l'alto nei prezzi internazionali.

In Giappone, l'inflazione ha oscillato attorno allo zero negli ultimi trent'anni per poi iniziare a risalire gradualmente a partire dall'inizio del 2021 sino a raggiungere il 3,7% in ottobre, ben al di sopra delle previsioni d'inflazione della banca centrale. La Banca del Giappone ha sino a ora mantenuto il suo tasso d'interesse a breve termine ancorato a -0,1% e quello dei titoli di Stato decennali intorno allo zero. Ha inoltre reiterato che introdurrà ulteriori misure di

allentamento monetario se necessario, mentre continuerà ad acquistare un ammontare illimitato di obbligazioni per mantenere i tassi al di sotto del tetto dello 0,25%. Visto l'elevatissimo debito pubblico, un deancoraggio delle aspettative d'inflazione avrebbe conseguenze devastanti per la stabilità finanziaria, prefigurandosi come un importante potenziale fattore di rischio per l'intero sistema finanziario internazionale.

Vi è una netta divisione tra paesi emergenti produttori di energia e materie prime, che stanno avvantaggiandosi dell'aumento dei prezzi, e quelli che invece subiscono i rincari di prodotti energetici e alimentari, i quali in genere rappresentano quote importanti del paniere dei consumi interni. Per questi ultimi, l'inflazione si aggiunge agli shock derivanti dalla pandemia che hanno prodotto perdite di entrate fiscali e spese aggiuntive per il sostegno all'economia e al credito, al punto da mettere in serio dubbio la sostenibilità dei loro debiti pubblici.

Una differenza importante rispetto alle crisi del debito dei paesi emergenti negli anni Ottanta e Novanta è che la maggior parte del debito sovrano è ora principalmente in valuta locale e detenuto da investitori nazionali, e ciò riduce la vulnerabilità dei paesi al deprezzamento del loro tasso di cambio e a una ristrutturazione del debito coordinata esternamente<sup>1</sup>. Tuttavia, vi è stato uno slittamento generalizzato verso oneri del debito insostenibili che inevitabilmente richiederà a un certo punto una rinegoziazione. Questo potrebbe portare a una maggiore percezione del rischio di credito da parte degli investitori internazionali con ripercussioni sistemiche globali.

Gli Stati Uniti hanno fatto leva su massicci trasferimenti fiscali a pioggia per alleviare le conseguenze economiche della pandemia, vista la quasi assenza di stabilizzatori automatici mirati. Questo si è rivelato essere molto costoso per il bilancio pubblico. Il desiderio di supportare l'economia e cambiare le aspettative, e al contempo marcare una svolta nelle politiche sociali, ha portato a uno stimolo eccessivo rispetto alle necessità reali ("l'acqua versata supera di gran lunga le dimensioni della vasca"<sup>2</sup>). Lo stimolo eccessivo ha portato a un periodo di euforia e ottimismo, ma anche a un aumento dell'inflazione e delle aspettative d'inflazione.

---

<sup>1</sup> Cline W.R., "Debt Sustainability in Emerging Market Economies after the Covid-19 Shock", in *Economia Italiana* n. 2, 2022.

<sup>2</sup> Wolf M., "Larry Summers: I'm Concerned That What Is Being Done Is Substantially Excessive", *Financial Times*, 12 aprile 2021.

La Federal Reserve aveva inizialmente valutato come transitorie molte delle cause dell'aumento dei prezzi. Ha quindi dovuto ritornare rapidamente sui suoi passi, iniziando un ciclo di rialzi dei tassi a partire da marzo che ha portato i *Fed fund* da 0,25% all'attuale 4,00%, e a un ridimensionamento delle attività finanziarie in portafoglio (*quantitative tightening*). In base all'approccio *new Keynesian* adottato dalla maggior parte delle banche centrali, con uno shock da eccesso di domanda la Federal Reserve non avrà altra scelta se non quella di comprimere la domanda aggregata, spingendo l'*output gap* sufficientemente in negativo per riportare l'inflazione verso l'obiettivo. Il ritardo nel riconoscimento del problema e la crescita salariale, che ha ormai raggiunto il 6% annuo, costringerà la banca centrale a continuare ad alzare i tassi anche nella prima parte del 2023, più di quanto attualmente atteso dai mercati finanziari e nonostante i primi segnali di inversione nelle tendenze dei prezzi.

#### 1.4 EUROZONA: È UN'ALTRA STORIA?

Anche in questa occasione lo shock dell'inflazione ha messo in luce tutte le pecche di una *governance* europea ancora incompleta e fragile, e di un processo di integrazione che procede troppo a rilento. Non c'è settore dove le strategie dei paesi europei sono così diverse, e per certi aspetti incompatibili, come quello dell'energia. E, quindi, non sorprende che una risposta unitaria alla crisi energetica faccia fatica a emergere e per il momento prevalgono ancora soluzioni nazionali.

Ci sono sicuramente vari fattori d'offerta che hanno condizionato gli sviluppi dell'inflazione in Europa. Tuttavia, l'elemento dominante rimane la dipendenza dal gas russo, un problema che ha già trovato alcune risposte efficaci, ma che rimane di non facile soluzione nel medio periodo. Lo stoccaggio di gas negli ultimi mesi ha raggiunto livelli elevatissimi. Le miti temperature sin qui registrate dovrebbero consentire di superare i picchi di consumo invernali senza portare a un razionamento, anche se il problema si riproporrà l'anno prossimo. Le recenti forti riduzioni del prezzo del gas non devono interpretarsi come un'inversione di tendenza, ma solo come un fenomeno temporaneo principalmente legato al rallentamento della domanda per i raggiunti livelli elevati degli stoccaggi. I contratti *future* a medio termine continuano a proiettare prezzi del gas in netto rialzo rispetto alle medie storiche, e questa situazione probabilmente rimarrà sino a che l'Europa non si doterà di fonti di approvvigionamento stabili e sicure, tenendo conto del risparmio energetico e di un effetto sostituzione con altre fonti energetiche, comprese quelle rinnovabili. Il raggiungimento di questo obiettivo non è impossibile nel medio-lungo periodo.



Tuttavia, il rischio di razionamento non può essere ancora accantonato. Il razionamento del gas utilizzato per la produzione avrebbe ripercussioni molto forti sull'economia, ma anche un prezzo del gas persistentemente elevato potrebbe dirottare interi processi produttivi verso aree economiche mondiali che godono di energia a basso costo. Questo "spiazzamento" potrebbe già essere in atto. Avrebbe effetti d'offerta permanenti, o quantomeno prolungati, che abbasserebbero la competitività delle imprese e il potenziale di crescita dell'intera Europa. Se non si avranno ulteriori aumenti dei prezzi dei prodotti energetici, pur in presenza di possibili prolungate tensioni in Ucraina, il rialzo dell'inflazione dei prodotti energetici tenderà a essere riassorbito, ma l'effetto di shock di offerta potrebbe durare molto più a lungo.

### 1.5 DOMANDA E OFFERTA: QUALI CONSEGUENZE?

Alcune recenti stime effettuate dalla Federal Reserve di San Francisco<sup>3</sup> utilizzano dati mensili di prezzi e volumi sulla spesa per consumi personali (PCE) per distinguere shock di domanda e di offerta, guardando alle voci dove l'andamento dei prezzi e della domanda si muovono nella stessa direzione e a quelle dove si muovono in direzione opposta.

L'OCSE ha recentemente replicato l'esercizio per altri paesi<sup>4</sup>. Un po' sorprendentemente, l'esercizio mostra che il contributo all'inflazione complessiva dovuto alla domanda e quello dovuto all'offerta sostanzialmente si equivalgono nella media dei vari paesi. Ma ancora più sorprendente è che negli Stati Uniti una componente rilevante è di offerta (Figura 1). Il paese con il contributo maggiore da parte della domanda è il Regno Unito. La Francia, l'unico paese dell'Eurozona per il quale le stime sono disponibili, mostra che quasi metà dell'inflazione registrata è dovuta a fattori di domanda. Vi sono perplessità sulla metodologia e sull'interpretazione dei risultati. Inoltre, con l'eccezione della Francia, probabilmente i problemi di offerta hanno un peso molto rilevante per i paesi dell'Unione europea e dell'Eurozona, per i quali le stime non sono disponibili. Quindi questo esercizio va valutato con molta cautela.

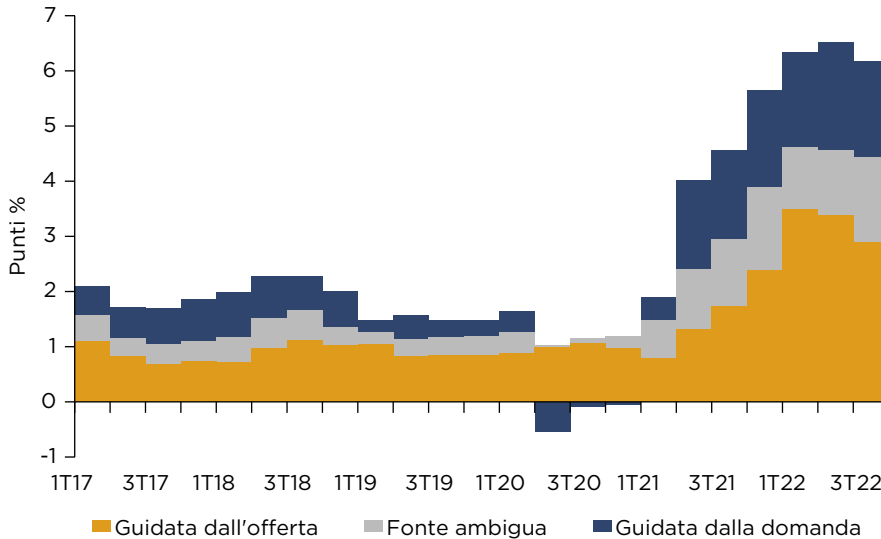
---

<sup>3</sup> Shapiro A., "A Simple Framework to Monitor Inflation", *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020-29*, June 2022 e Shapiro A., "How Much Do Supply and Demand Drive Inflation?", *FRBSF Economic Letters 2022-15*, June 2022.

<sup>4</sup> OECD, *Economic Outlook: Confronting the Crisis*, 22 November 2022, <https://www.oecd.org/economic-outlook/November-2022/>.

## Figura 1 – Contributo della domanda e dell’offerta all’inflazione negli Stati Uniti

Scomposizione dei contributi all’inflazione complessiva su base annua, punti %



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati OCSE.

Ma quali sarebbero le implicazioni di *policy*? Come ricordato, in una cornice *new Keynesian*, un eccesso di domanda causa uno spostamento del prodotto al di sopra del potenziale dell'economia che, a sua volta, spinge l'inflazione verso l'alto. La politica monetaria deve reagire in base alla sua preferenza tra un ritorno rapido verso l'obiettivo d'inflazione, con possibili costi elevati di breve periodo per l'economia, e un rientro più graduale con possibili costi più elevati nel medio periodo in termini di perdita di prodotto cumulato. E questo dipende anche dalle aspettative degli operatori economici.

Con aspettative perfettamente razionali ancorate all'obiettivo della banca centrale e con alta credibilità nella sua azione, l'economia tende a trovare il suo nuovo equilibrio autonomamente. Questa è una situazione a cui le banche centrali ambiscono, ma nella realtà almeno una parte delle aspettative sono di tipo "adattivo" e quindi tendono a proiettare in futuro gli aumenti dell'inflazione registrati oggi. Per riportare l'economia in equilibrio la politica monetaria deve comprimere la domanda aggregata e darsi un percorso di rientro verso l'obiettivo d'inflazione compatibile con la relazione stimata tra prodotto interno lordo e inflazione (la Curva di Phillips).

Nel caso di uno shock di offerta, non c'è spostamento della curva di domanda, ma cambiano le aspettative d'inflazione. La banca centrale è dunque costretta ad alzare i tassi e riportare gradualmente l'inflazione effettiva e attesa verso l'obiettivo. Uno shock di offerta può richiedere una minore aggressività da parte della banca centrale e, soprattutto, uno spostamento dell'attenzione dalla domanda aggregata alle aspettative d'inflazione e all'andamento dei salari.

Stimare la compatibilità della crescita della domanda aggregata con la stabilità dei prezzi è parte del lavoro tradizionale delle banche centrali, mentre stimare la persistenza e gli effetti di uno shock di offerta è molto più difficile e incerto. Nello specifico, le banche centrali hanno forse sottostimato la persistenza di alcuni effetti di offerta legati ai *lockdown* durante la pandemia e alle interruzioni nelle catene di fornitura internazionali. Dopotutto, l'offerta tende ad adattarsi in tempi ragionevolmente rapidi, spesso non richiedendo risposte di politica monetaria.

La prevalenza di effetti di offerta, d'altro canto, sposta l'attenzione sulle aspettative e sugli "effetti di second'ordine" sui salari. In presenza di aspettative fermamente ancorate all'obiettivo d'inflazione, l'azione restrittiva della banca centrale può essere più moderata o addirittura inesistente. Nonostante chiari segnali di tensione nei salari, il rischio di una spirale prezzi-salari rimane moderato nell'Eurozona, mentre le aspettative d'inflazione rimangono sostanzialmente ancorate all'obiettivo del 2,0%.

Ma ovviamente più passa il tempo e le tensioni sui prezzi dell'energia non si sopiscono, e più aumenta il rischio di effetti di second'ordine su salari e aspettative. E le tensioni si sono ormai protratte per troppo tempo per pensare che non avranno implicazioni sulla dinamica salariale. Inoltre, è probabile che gli alti costi dell'energia siano un fenomeno non transitorio in Europa e, dunque, il rischio di una spirale prezzi-salari e un disancoraggio delle aspettative sui mercati finanziari depone a favore di un ulteriore inasprimento monetario.

Se lo shock di offerta da persistente si trasformasse in permanente (prezzi dell'energia strutturalmente più elevati nei prossimi anni, forse in abbinamento ad altri problemi), si può ritenere che l'equilibrio tra inflazione e prodotto interno lordo verrà raggiunto su livelli di crescita economica inferiori rispetto al passato.

Sono molti i fattori, oltre al costo dell'energia, che potrebbero portare in futuro a una crescita strutturalmente più bassa nell'Eurozona. *In primis*, le dinamiche demografiche che hanno registrato un ulteriore rallentamento durante la pandemia, con una forza lavoro che tende a ridursi e, quindi, a penalizzare la crescita economica. Inoltre, l'invecchiamento della popolazione potrebbe avere ripercussioni sulla produttività e, quindi, anche sulla crescita potenziale.

Le più recenti tensioni geopolitiche potrebbero portare a una riduzione nell'apertura dei mercati internazionali con un accorciamento delle catene del valore e una sempre più stretta connessione con paesi *like-minded*, cioè la cosiddetta *friend-shoring* richiamata dal Segretario del Tesoro statunitense Janet Yellen<sup>5</sup>. Se da un lato questo potrebbe rendere le catene del valore più solide e sicure, porterebbe anche a un processo di deglobalizzazione, o quantomeno di frammentazione, che sarebbe negativo per le prospettive economiche mondiali.

Alcuni suggeriscono che anche la transizione climatica potrebbe essere un fattore negativo per la crescita, anche se avrebbe una sua piena giustificazione nel tentativo di evitare un futuro possibile disastro ambientale.

Le tensioni sui mercati internazionali e gli squarci che si sono aperti in alcuni suoi segmenti dove la liquidità è scomparsa e la volatilità è aumentata, potrebbero divenire un fattore negativo per la crescita mondiale. Una rivalutazione del rischio avrebbe, infatti, come conseguenza un più alto costo del capitale e una minore attitudine al rischio e all'innovazione.

Le tensioni geopolitiche e le cosiddette guerre ibride potrebbero portare a notevoli scompensi nell'attività e crescenti rischi per la sicurezza, che si tradurrebbero in un aumento strutturale dei costi per le imprese.

Naturalmente, vi sono anche sviluppi che potrebbero giocare in senso opposto. Il programma di investimenti e riforme strutturali introdotto durante la pandemia, *Next Generation EU* (NGEU), rappresenta per molti paesi dell'Unione europea un'opportunità unica per creare le condizioni per una ripresa duratura attraverso l'innovazione e la trasformazione digitale e verde dell'economia. Gli investimenti pubblici potrebbero fare da volano per la crescita degli investimenti privati. Ma gli investimenti da soli non possono molto se non accompagnati da riforme abilitanti. Sono una condizione spesso necessaria ma non sufficiente per tentare di innalzare il potenziale di crescita.

---

<sup>5</sup> Condon C., "Yellen Touts 'Friend-Shoring' as Global Supply Chain Fix", *Bloomberg*, 18 luglio 2022, <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-07-18/yellen-touts-friend-shoring-as-fix-for-global-supply-chains>.

## 2. La svolta nel ciclo finanziario internazionale porta con sé rischi per la stabilità

### 2.1 UN CAMBIAMENTO DI PARADIGMA?

Gli shock economici che si sono succeduti negli ultimi anni hanno prodotto un aumento dei debiti sovrani e di quelli di imprese e famiglie. Negli ultimi anni, la BCE ha acquistato grandi quantità di titoli di Stato, mentre i tassi d'interesse sono rimasti in territorio negativo. L'analisi della sostenibilità del debito è stata di fatto sospesa e i mercati finanziari sono stati "narcotizzati"<sup>6</sup>. Ma poi il conflitto in Ucraina, la relativa impennata dell'inflazione e la svolta nel ciclo dei tassi d'interesse hanno cambiato la situazione. È dunque cambiato il rischio di sostenibilità del debito nell'Eurozona? Quale sarebbe l'effetto di un'improvvisa variazione dei tassi di interesse a lungo termine e di un minore potenziale di crescita sulla dinamica del debito? Può tutto ciò spingere le obbligazioni dei paesi europei in *bad equilibrium*? È un cambio di paradigma?

In un *paper* provocatorio pubblicato prima della pandemia, Olivier Blanchard<sup>7</sup> sostenne che livelli elevati di debito in rapporto al PIL potrebbero essere diventati più sostenibili rispetto al passato. «Quando il tasso di interesse esente da rischio è inferiore al tasso di crescita [...], sia il costo fiscale che quello sociale del debito possono allora essere piccoli, inferiori a quanto generalmente considerato nelle attuali discussioni di *policy*». L'argomentazione era che tassi d'interesse reali persistentemente bassi rispetto alla crescita reale del PIL avrebbero accresciuto la capacità di sostenere livelli elevati di debito pubblico. Oggi, la prospettiva che l'inflazione e i tassi d'interesse rimangano persistentemente e strutturalmente più elevati, abbinata a rapporti debito/PIL sui massimi storici (Figura 2), mina le speranze residue per un nuovo paradigma. Siamo in sostanza tornati all'analisi di sostenibilità tradizionale che deve ora tenere conto di un equilibrio potenzialmente sfavorevole, tra tassi d'interesse e crescita economica.

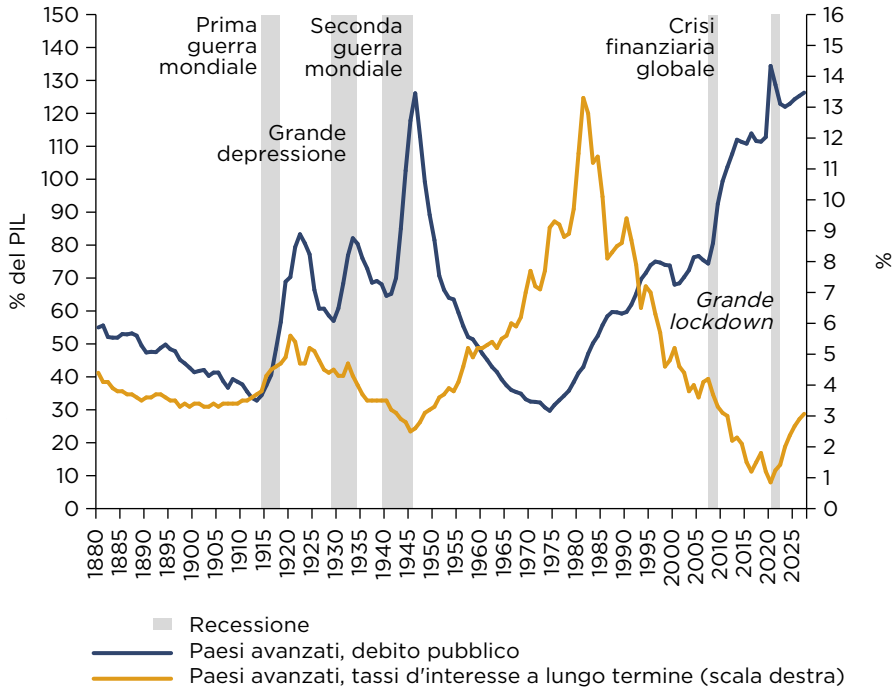
---

<sup>6</sup> Codogno L., Reichlin P., "Rethinking Debt Sustainability?", editoriale nel volume di *Economia Italiana* con lo stesso titolo, ottobre 2022; Codogno L., Corsetti G., "Debt Sustainability Analysis Is Back. Sudden Shifts in Underlying Factors May Push High-Debt Countries into a Bad Equilibrium", in Codogno L., Reichlin P., (2022), *op. cit.*; Codogno L., Corsetti G., "Shifts in Expectations May Undermine Debt Sustainability", *VoxEU CEPR*, 3 novembre 2022.

<sup>7</sup> Blanchard O., "Public Debt and Low Interest Rates", *American Economic Review*, 2019, 109 (4).

**Figura 2 - Debito pubblico/PIL sui massimi storici, mentre è in corso la svolta sui tassi**

*Debito pubblico e rendimenti dei titoli di Stato nei paesi avanzati, 1880-2027*



Fonte: elaborazioni dell'autore su dati Fondo Monetario Internazionale, OCSE.

## 2.2 QUAL È IL NEW NORMAL PER IL DEBITO PUBBLICO?

Nel 2020 la risposta di *policy* alla crisi pandemica aggiunse una nuova dimensione, vale a dire un'assicurazione *ex-post* contro gli shock fornita congiuntamente dalla Banca centrale europea e dal bilancio dell'Unione europea. In concomitanza con la revoca delle regole fiscali, le modifiche normative e l'espansione dei bilanci nazionali, ha rappresentato una sorta di "opzione put" della politica economica per evitare stress sistemici e instabilità finanziaria, limitando così qualsiasi rischio di default sovrano.

Tuttavia, da allora, vi sono stati cambiamenti sul lato dell'offerta determinati dai fenomeni già citati. Tutto ciò potrebbe portare a un aumento strutturale dell'inflazione e del livello dei prezzi. Inoltre, come già accennato, costi più elevati, unitamente a eventuali danni sul lato dell'offerta, possono contribuire a ridurre permanentemente la produttività e il potenziale dell'economia. Questo

avrebbe come conseguenza che, per generare tensioni sui prezzi, basterebbe un aumento della domanda aggregata più modesto rispetto al passato.

Le banche centrali dovranno garantire che prezzi e costi relativi, così come i loro livelli, si adeguino al nuovo equilibrio senza innescare derive persistenti nei salari e nelle aspettative d'inflazione al di sopra dell'obiettivo. Nell'attuale contesto incerto e di rialzo dell'inflazione, le banche centrali non hanno altra scelta se non quella di alzare velocemente i tassi d'interesse nel tentativo di evitare un disancoraggio delle aspettative d'inflazione e un cambiamento nei comportamenti di chi determina prezzi e salari. Tuttavia, la conseguenza indesiderata è un forte aumento del costo atteso di finanziamento a lungo termine del debito sovrano che potrebbe minare le aspettative sulla sostenibilità.

### 2.3 PIÙ DIFFICILE PER LA BCE ESTENDERE UNA RETE DI PROTEZIONE CREDIBILE

In passato, la BCE aveva messo in atto il *quantitative easing* acquistando titoli di Stato in quantità superiore rispetto alle esigenze di finanziamento di molti paesi. Questo ha contribuito a mantenere tranquillità sui mercati finanziari, anche considerando che l'inflazione non si era quasi mai mossa verso l'alto nei venti anni precedenti. Le azioni della BCE hanno di fatto aiutato i paesi in difficoltà ad alto debito e mantenuto bassi gli spread di rendimento dei titoli di Stato rispetto ai *benchmark* tedeschi, percepiti come privi di rischio.

Con l'inflazione costantemente al di sotto dell'obiettivo, questi interventi erano in linea con il mandato della BCE di mantenere la stabilità dei prezzi. Un'argomentazione diffusa era che la BCE avrebbe potuto anche peccare di prudenza e acconsentire all'inflazione di superare l'obiettivo per un periodo limitato, dando così un ulteriore aiuto alla politica fiscale. Con la banca centrale che acquistava un ammontare significativo di titoli di Stato, i mercati finanziari non potevano più valutare il rischio di default basandosi sugli indicatori tradizionali. La loro metrica era fortemente distorta.

Ora, gli obiettivi di *policy* non sono più allineati. La necessità di contrastare la ripresa dell'inflazione costringe la BCE, insieme alla maggior parte delle altre banche centrali, ad aumentare i tassi di interesse. Potrebbe anche richiedere un *quantitative tightening*, vale a dire la riduzione dello stock di titoli di Stato nei bilanci del sistema europeo delle banche centrali.

Insieme al suo rinnovato impegno per la stabilità dei prezzi, la BCE mira a evitare la frammentazione nella trasmissione della politica monetaria, vale a dire a mantenere gli spread dei titoli di Stato entro determinate soglie non dichiarate. In primo luogo, spiegando la sua po-

litica di reinvestimento, la BCE ha dichiarato: «Il capitale rimborsato sui titoli in scadenza del portafoglio del PEPP è reinvestito in maniera flessibile al fine di contrastare i rischi per il meccanismo di trasmissione connessi alla pandemia»<sup>8</sup>. In secondo luogo, ha deciso di istituire un nuovo *Transmission Protection Instrument* (TPI), che è ora disponibile «per contrastare ingiustificate, disordinate dinamiche di mercato che mettono seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutta l'Area euro. [...] Salvaguardando il meccanismo di trasmissione, il TPI consentirà al Consiglio direttivo di assolvere più efficacemente il mandato di preservare la stabilità dei prezzi»<sup>9</sup>. Le azioni di *policy* potrebbero essere in grado di mantenere sotto controllo la componente degli spread sui titoli di Stato relativa al rischio di credito "ingiustificato". Ma anche escludendo questa componente dall'analisi, la situazione potrebbe diventare insostenibile.

## 2.4 LA NUOVA CORNICE PER LA SOSTENIBILITÀ DEL DEBITO

In che modo gli attuali cambiamenti significativi nell'equilibrio di lungo termine delle variabili chiave per la sostenibilità si rifletterebbero nella dinamica del rapporto debito/PIL? Il debito può essere considerato "sostenibile" se non c'è tendenza all'aumento del suo rapporto rispetto al PIL, nonostante i limiti di questo approccio. Nel contesto post Covid e post NGEU, la crescita dovrebbe essere sostenuta per diversi anni dagli investimenti pubblici, mentre l'inflazione dovrebbe tornare gradualmente verso l'obiettivo. La politica monetaria avrebbe potuto tornare a tassi più neutrali gradualmente nel tempo, anche peccando di prudenza, poiché il rischio d'inflazione era percepito come basso. Con il tasso di interesse reale al di sotto della crescita reale del PIL, anche con un disavanzo primario, il rapporto debito/PIL sarebbe diminuito naturalmente. Questo è lo scenario alla base dell'argomentazione di Blanchard.

Com'è il nuovo (o vecchio) mondo? Nella misura in cui un aumento prolungato dei prezzi dell'energia rende l'inflazione attesa più elevata e la crescita potenziale inferiore, il tasso d'interesse reale rimarrebbe al di sopra del tasso reale di crescita del PIL. In questo caso, il rapporto debito/PIL aumenterebbe a meno che il governo non realizzi un avanzo primario sufficientemente ampio da compensare la dinamica negativa. In uno scenario in cui il governo ha scarso controllo sul segno e l'entità della differenza tra le aspettative sui tassi d'interesse e la crescita potenziale, spetterebbe alla politica fiscale stabilizzare in prospettiva il rapporto debito/PIL riducendo il disavanzo primario

---

<sup>8</sup> Banca centrale europea, "Comunicato Stampa: Decisioni di politica monetaria", 8 settembre 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2022/html/ecb.mp220908-clb6839378.it.html>.

<sup>9</sup> Banca centrale europea, "Dichiarazione di Politica Monetaria: Conferenza Stampa", 21 luglio 2022, <https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2022/html/ecb.is220721-51ef267c68.it.html>.



o spostandolo in una posizione di surplus. A meno che l'avanzo primario non sia molto ampio, il rapporto debito/PIL rischia di essere in continua crescita.

## 2.5 QUALE RUOLO GIOCANO LE ASPETTATIVE?

Rispetto alle circostanze attuali, la stabilizzazione del rapporto debito/PIL diventerebbe molto più difficile se i mercati finanziari dovessero cambiare le loro aspettative sui tassi d'interesse reali di equilibrio e sulla crescita potenziale del PIL. Un cambiamento nelle aspettative di lungo termine avrebbe immediate ripercussioni sulla percezione della sostenibilità e porterebbe a una reazione immediata sui mercati finanziari. Vi sarebbe un aumento dei premi a rischio sui titoli di Stato dei paesi vulnerabili, il che costringerebbe a una reazione di *policy* sotto forma di politiche fiscali più restrittive. Ciò avverrebbe in un contesto in cui un certo sostegno fiscale per motivi ciclici e strutturali sarebbe invece necessario. Gli spread sovrani più elevati farebbero aumentare i costi di indebitamento di imprese e famiglie e deteriorare le condizioni finanziarie interne e la situazione degli intermediari finanziari. Il paese entrerebbe in un *bad equilibrium*, in cui le aspettative avverse sono confermate *ex-post* da una persistente recessione e da continue turbolenze finanziarie.

## 2.6 UNA SIMULAZIONE SULLA SOSTENIBILITÀ

A queste domande si può dare una parziale risposta andando a vedere quanto aggiustamento nel saldo primario (al netto della spesa per interessi) sarebbe necessario per stabilizzare il rapporto debito/PIL. È poi possibile simulare uno shock sulla differenza tra crescita economica reale e tassi di interesse reali, e vedere quanto questo aumenterebbe ulteriormente la correzione richiesta. La Commissione europea ha recentemente pubblicato le sue previsioni d'autunno, con proiezioni aggiornate su tutte le variabili rilevanti per la sostenibilità del debito fino al 2024.

Il punto di partenza della simulazione è il rapporto debito/PIL previsto dalla Commissione per tutti i paesi dell'Unione europea. I tassi di interesse reali sono calcolati come il costo implicito del finanziamento dei debiti pubblici meno l'obiettivo d'inflazione del 2,0% della BCE. Inoltre, la crescita potenziale del PIL prevista per tutti i paesi dell'Unione europea per il 2024 è presa come approssimazione delle aspettative a medio-lungo termine per questa variabile.

Per la maggior parte dei paesi, le elevate vite medie e la *duration* dei debiti pubblici in circolazione rendono molto graduale l'adeguamento a costi di finanziamento più elevati. Quindi il costo implicito del debito previsto per il 2024 non incapsula in pieno gli

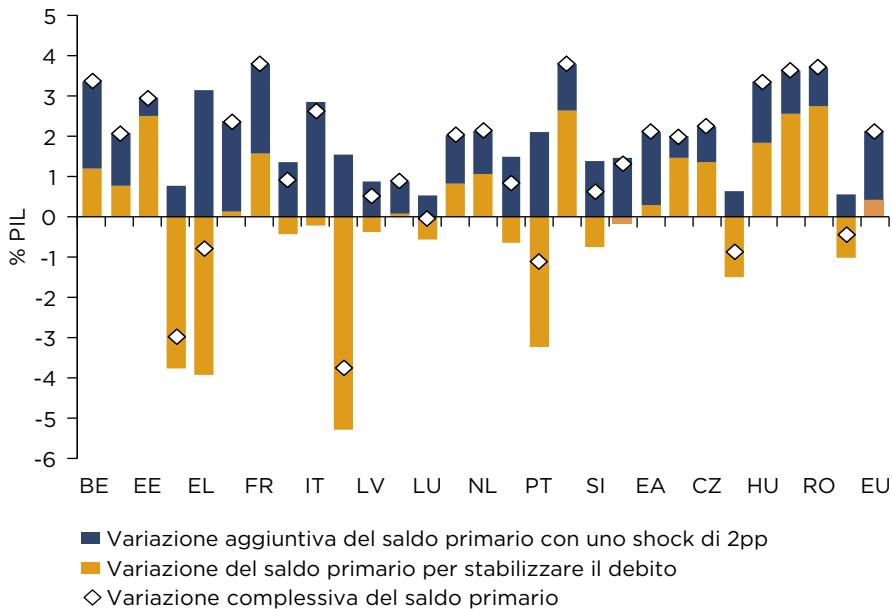
aumenti attesi a regime. Inoltre, le previsioni della Commissione per la crescita potenziale nel 2024 includono gli effetti positivi degli investimenti e delle riforme in ambito NGEU, che sono in larga parte ancora sulla carta.

Pertanto, le aspettative a medio termine dei mercati finanziari sull'effettiva interazione tra crescita economica e costo di finanziamento del debito sono probabilmente più sfavorevoli di quanto suggerito dalle previsioni della Commissione per il 2024. Per tenere conto di ciò, la differenza tra il costo di finanziamento e la crescita reale viene peggiorata di due punti percentuali per tutti i paesi (compresi i paesi non appartenenti all'Eurozona per i quali si assume che la variazione dei tassi d'interesse sia simile a quella attesa nell'Eurozona).

Nella Figura 3, la barra arancione mostra l'aggiustamento richiesto nella simulazione di base, mentre quella blu l'ulteriore inasprimento della politica di bilancio (variazione del saldo primario) per stabilizzare il rapporto debito/PIL dopo lo shock. Il punto bianco indica la nuova variazione complessiva di bilancio che è richiesta. Per alcuni paesi, è molto significativa.

### Figura 3 - La correzione del saldo primario necessaria per stabilizzare il debito/PIL

*Variazione aggiuntiva del saldo primario di bilancio, simulazione base e shock*

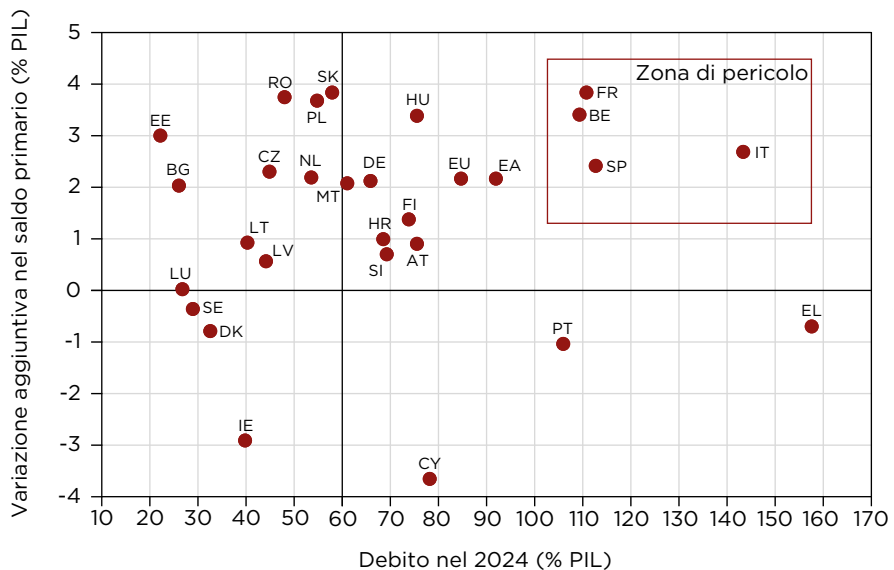


Fonte: previsioni della Commissione europea ed elaborazioni dell'autore.

La Figura 4 mostra la “zona di pericolo”, ovvero dove un elevato rapporto debito/PIL previsto per il 2024 si abbina alla necessità di un aggiustamento rilevante dell'avanzo primario per stabilizzare il rapporto debito/PIL. Non a caso, l'Italia è al primo posto tra i paesi con problemi di rapporto debito/PIL (quello della Grecia è molto più alto, ma la Grecia ha un avanzo primario atteso al 2,2% e un costo di finanziamento sussidiato dal resto dell'Unione). Sorprendentemente, Francia, Belgio e Spagna figurano tutte nella “zona di pericolo” poiché l'aggiustamento di bilancio richiesto è molto elevato.

**Figura 4 - Shock di 2pp sulla differenza tra tassi d'interesse e crescita del PIL**

*Rapporto debito/PIL e variazione richiesta del saldo primario*



Fonte: previsioni della Commissione europea ed elaborazioni dell'autore.

## 2.7 LA NUOVA NORMALITÀ POTREBBE METTERE A RISCHIO LA STABILITÀ FINANZIARIA

In conclusione, la nuova situazione economica mondiale, e in particolare quella dell'Eurozona, rischia di produrre un cambiamento repentino nelle aspettative sulla crescita economica di medio-lungo periodo, a cui si abbinerebbe un costo per il servizio al debito molto più elevato rispetto al passato. Questo vale anche per il debito di operatori privati che potrebbero non rimanere solvibili in presenza di un forte aumento della spesa per interessi.

Tornare a una nuova normalità, non dissimile da quella del passato, ma certamente molto diversa da quella degli ultimi quindici anni, potrebbe migliorare l'allocazione delle risorse e facilitare un processo di distruzione creativa che è alle fondamenta di una vivace economia di mercato che produce innovazione. Tuttavia, questo delicato passaggio non sarà indolore. I rischi per la stabilità finanziaria sono elevati, soprattutto dopo anni in cui i mercati finanziari sono stati "narcotizzati" da politiche monetarie ultra-accomodanti.

A questo fa riscontro la crescente necessità di far spazio a investimenti per la transizione climatica, la digitalizzazione dell'economia, l'aumento delle spese per la difesa e quello per la sanità, così come per altri "beni comuni europei" di cui si sente sempre più la necessità.

Un percorso di stabilità compatibile con queste nuove priorità è ancora possibile. La stabilità dipende in modo cruciale dal raggiungimento di un potenziale di crescita più elevato entro la fine del programma NGEU e dal mantenimento di spread di rendimento sotto controllo mediante politiche di bilancio credibili in un contesto cooperativo di *policy* a livello europeo. Questo implica anche un orientamento fiscale sostanzialmente neutrale o leggermente restrittivo nel breve, ma anche un aggiustamento credibile e più deciso nel medio-lungo termine. Queste sfide sono molto difficili e il loro successo dipenderà anche da come il *new normal* dell'economia si dispiegherà dopo i ripetuti shock degli ultimi anni.

## Rivista di Politica Economica

La Rivista di Politica Economica è stata fondata nel 1911 come “Rivista delle società commerciali” ed ha assunto la sua attuale denominazione nel 1921. È una delle più antiche pubblicazioni economiche italiane ed ha sempre accolto analisi e ricerche di studiosi appartenenti a diverse scuole di pensiero. Nel 2019 la Rivista viene rilanciata, con periodicità semestrale, in un nuovo formato e con una nuova finalità: intende infatti svolgere una funzione diversa da quella delle numerose riviste accademiche a cui accedono molti ricercatori italiani, scritte prevalentemente in inglese, tornando alla sua funzione originaria che è quella di discutere di questioni di politica economica, sempre con rigore scientifico. Gli scritti sono infatti in italiano, più brevi di un paper accademico, e usano un linguaggio comprensibile anche ai non addetti ai lavori. Ogni numero è una monografia su un tema scelto grazie ad un continuo confronto fra l'editore e l'*Advisory Board*. La Rivista è accessibile online sul sito di Confindustria.

### Redazione Rivista di Politica Economica

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma (Italia)

e-mail: [rpe@confindustria.it](mailto:rpe@confindustria.it)

<https://www.confindustria.it/home/centro-studi/rivista-di-politica-economica>

### Direttore responsabile

Silvia Tartamella

### Coordinamento editoriale ed editing

Gianluca Gallo

Paola Centi

Adriana Leo

La responsabilità degli articoli e delle opinioni espresse è da attribuire esclusivamente agli Autori. I diritti relativi agli scritti contenuti nella Rivista di Politica Economica sono riservati e protetti a norma di legge. È vietata la riproduzione in qualsiasi lingua degli scritti, dei contributi pubblicati sulla Rivista di Politica Economica, salvo autorizzazione scritta della Direzione del periodico e con l'obbligo di citare la fonte.

Edito da:



Confindustria Servizi S.p.A.

Viale Pasteur, 6 - 00144 Roma