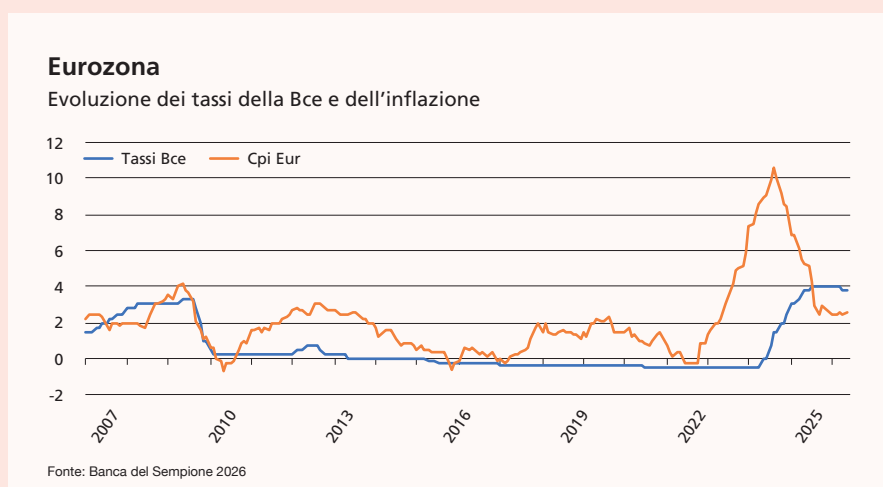


Fuorvianti parallelismi

Rievocare analogie con shock macroeconomici dell'ultimo triennio lascia il tempo che trova, e anche rispetto al passato il contesto è diverso. I rischi sembrano essere oggi superiori.



Giorgio Bertoli, Senior Portfolio Manager di Banca del Sempione. A lato, variazione di tassi di riferimento e inflazione nell'Eurozona.



Gli eventi in Medio Oriente hanno riportato al centro il tema energetico, con crescenti timori che il contesto geopolitico possa portare a shock inflattivi di ampia portata. Molti osservatori hanno ipotizzato dinamiche molto simili a quelle del 2022, quando lo scoppio della guerra in Ucraina determinò una crisi energetica in Europa, con un tasso di inflazione arrivato in doppia cifra e numerosi rialzi dei tassi da parte della Bce.

Qualora un duraturo aumento del prezzo di petrolio e gas dovesse realmente verificarsi, si teme una nuova spirale al rialzo sui salari e sulle aspettative di inflazione, forzando la Banca Centrale a intervenire con una stretta sul costo del denaro. Le condizioni macroeconomiche differiscono però in modo significativo, rendendo il parallelismo decisamente forzato.

A inizio 2022 le principali economie mostravano chiari segni di surriscaldamento: prima del conflitto ucraino infatti, i tassi di inflazione anno su anno si assestavano già al 5% in Europa e al 7% in Usa, sull'onda dei massicci stimoli fiscali

del biennio precedente, e dell'eccesso di domanda che tali deficit avevano indotto in un'economia poco in grado di espandersi sul lato dell'offerta.

Il mercato del lavoro, inoltre, stava attraversando un periodo di forte espansione, con carenza di forza lavoro che spinse le aziende ad alzare i salari e ridiede ai lavoratori un potere negoziale che non si vedeva da decenni. Tutto ciò avvenne in un contesto di tassi di interesse tenuti a zero (o negativi) a lungo da parte delle Banche Centrali, che riconobbero il problema inflattivo con molti mesi di ritardo.

Lo shock energetico a seguito del conflitto andò a deteriorare ulteriormente la situazione, e spinse il Cpi europeo a un massimo del 10,6% nell'ottobre 2022, un livello ritenuto impensabile per un'area economica che da un decennio si trovava a gestire una crescita dei prezzi perennemente sotto il target della Bce.

Oggi, a quattro anni di distanza, le economie sono in una situazione di maggiore equilibrio. Seppur in presenza di una crescita che rimane solida, lo stato dei consumatori, soprattutto americani,

e del mercato del lavoro sono molto più fragili. Nonostante bilanci pubblici ancora espansivi, i tassi di inflazione appaiono sotto controllo, in particolare nell'area euro. Dopo anni di assunzioni, le aziende stanno sfruttando le nuove tecnologie per aumentare la produttività e contenere gli organici, togliendo in aggregato potere negoziale alla forza lavoro.

Uno shock energetico in un contesto di questo tipo avrebbe probabilmente effetti recessivi, e per quanto inflattivo nel complesso, con pochi effetti sulla componente Core dei prezzi, che subirebbe il calo della domanda aggregata dovuta al minor potere d'acquisto dei consumatori. Tale situazione ricorderebbe maggiormente gli eventi del 2008 e del 2011, quando la Bce intervenne con rialzi dei tassi in presenza di inflazione energetica, per poi riconoscere l'errore a distanza di pochi mesi a recessione già iniziata.

Un fattore che potrebbe riavvicinare lo scenario attuale al 2022 sarebbe rappresentato da un ritorno a massicci stimoli fiscali tramite sussidi alle aziende e spesa pubblica; il mercato obbligazionario tuttavia è oggi in condizioni molto più fragili, e in presenza di manovre fiscali irresponsabili richiederebbe rendimenti più elevati, limitando i margini dei Governi.

Considerando il quadro macro attuale, quindi, qualora i prezzi dell'energia dovessero mantenersi molto elevati a lungo ci si attende una stretta monetaria di portata e durata molto contenuta, sempre che questo abbia effettivamente luogo.