

Tim Phillips [00:00:00]:

Oggi, su VoxTalks Economics, si parla del legame tra i rialzi dei tassi della Fed e le crisi finanziarie. Benvenuti al primo di una serie di VoxTalks registrati dal vivo presso il Centre for Economic Policy Research, Paris Symposium 2023. Mi chiamo Tim Phillips. Avrete notato che la Federal Reserve sta aumentando rapidamente i tassi, e nel recente passato questo avrebbe causato un allarme rosso nelle banche centrali dei mercati emergenti e delle economie in via di sviluppo, ma non questa volta. Perché no? Şebnem Kalemli-Özcan dell'Università del Maryland è uno degli autori di un nuovo studio che spiega perché questa volta è diverso. Ha tenuto una keynote su questo argomento e si unisce a me ora. Şebnem, bentornata a VoxTalks.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:00:57]:

Ciao, Tim. È un piacere essere di nuovo qui.

Tim Phillips [00:00:59]:

Mi intrometto tra te e la tua cena. Per contestualizzare il tutto, torniamo indietro al maggio 2013, periodo che oggi conosciamo come "taper tantrum". Taper tantrum. Adoro questa frase. Che cosa ha fatto la Fed in quel periodo per provocare questo "taper tantrum"?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:01:18]:

Nel maggio 2013, Tim, Ben Bernanke, l'allora presidente della Federal Reserve, fece un discorso che non riguardava l'aumento dei tassi d'interesse o la politica monetaria della Fed, ma era un semplice segnale dell'inizio dei rialzi della Fed. Quindi è come se avesse indicato che la Federal Reserve potrebbe iniziare a inasprire la politica monetaria, e proprio questo segnale ha provocato un aumento dei tassi di interesse, deflussi di capitale, svalutazioni dei tassi di cambio e, in alcuni importanti mercati emergenti, un forte stress.

Tim Phillips [00:01:54]:

In questo paper, avete confrontato l'impatto del taper tantrum in Messico, appena sotto gli Stati Uniti, e in Canada, appena sopra gli Stati Uniti. Perché ha scelto queste due economie?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:02:06]:

Abbiamo pensato che Messico e Canada fornissero un'ottima narrativa. Sono i due Paesi più vicini agli Stati Uniti. Questo è ovvio. Ma una cosa che forse non è così ovvia è che hanno un accordo commerciale, il NAFTA, con gli Stati Uniti e hanno molti scambi commerciali con gli Stati Uniti. Quindi, questo canale commerciale di trasmissione della politica monetaria statunitense probabilmente funziona in modo simile in Messico e Canada. Ma quello su cui ci concentriamo in questo articolo, il canale finanziario della trasmissione della politica monetaria statunitense, funzionerà in modo molto diverso in questi paesi, proprio perché il Messico è un mercato emergente e il Canada no.

Tim Phillips [00:02:39]:

Non posso descrivere in un podcast l'aspetto dei grafici, ma le linee vanno in direzioni diverse, non è vero? Qual è stato l'impatto?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:02:46]:

Esattamente! Quindi, ancora una volta, durante il Taper Tantrum, questo evento, maggio 2013, un discorso di Bernanke e l'intero trimestre, mostriamo nel paper che anche il tasso di cambio messicano e quello canadese si sono deprezzati rispetto al dollaro statunitense. Il premio per il rischio era molto diverso nei due paesi. Sia gli spread dei titoli di Stato decennali, che raccolgono il premio di rischio a lungo termine, sia il salario UIP, il cosiddetto salario di intersperità scoperto, che è un premio di rischio a breve termine. Entrambi sono aumentati in Messico ma non in Canada durante l'evento del taper tantrum.

Tim Phillips [00:03:26]:

Cerchiamo di spiegarlo. In questo momento, e ci sono stati episodi precedenti, in cui la Fed statunitense ha alzato i tassi di interesse o ha segnalato l'intenzione di alzarli. Perché questo si trasmette alle economie dei mercati emergenti come il Messico?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:03:41]:

Hai ragione, Tim. Ci sono diversi episodi in cui questo è accaduto. Il taper tantrum, il più recente ad oggi, 2013. Ma ci sono episodi molto famosi come gli anni Settanta e Ottanta. La disinflazione di Volker che ha portato alla crisi del debito dell'America Latina, gli aumenti della Fed del '94 che hanno portato alla crisi asiatica. Quindi questi eventi si sono verificati storicamente molto spesso. Quindi, dopo aver mostrato l'esempio del Messico e del Canada a partire dall'evento del taper tantrum del 2013, torniamo agli anni '90 e prendiamo tutti i dati dagli anni '90 fino al 2020 per chiederci come mai i mercati emergenti abbiano risentito in modo peggiore dei rialzi della Fed durante questi episodi storici? E abbiamo scoperto l'importanza di due fattori. Naturalmente, i motivi per cui i mercati emergenti hanno molti problemi rispetto ai paesi avanzati possono essere molti, ma questi due fattori sono davvero importanti. Si tratta della credibilità della politica monetaria, o della sua effettiva mancanza, e dell'ampio debito denominato in dollari di questi Paesi, che ha reso i mercati emergenti una classe di asset rischiosa per gli investitori. Ecco perché quando la Fed ha inasprito i tassi d'interesse, storicamente gli investitori globali hanno ritirato il loro denaro dai mercati emergenti in quanto rischiosi.

Tim Phillips [00:04:56]:

Sì, spiegami un po' più nel dettaglio. Supponiamo che ci sia una banca centrale di un mercato emergente, che ha molto debito denominato in dollari, che i tassi della Fed salgano e che decida di non adeguarsi all'aumento dei tassi. Cosa succede dopo?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:05:13]:

Sì, certo, questa è un'opzione che hanno le banche centrali dei mercati emergenti, giusto? Possono anche aumentare il loro tasso di interesse. Per adeguarsi all'aumento dei tassi statunitensi e impedire il deprezzamento della propria valuta. Perché se non lo fanno, hai ragione, se ora c'è molto debito in dollari, la loro valuta si deprezzerà rispetto al dollaro, e il debito in dollari aumenterà il suo peso. Giusto? Quindi i mercati emergenti hanno cercato di imitare i rialzi dei tassi di interesse della Federal Reserve per evitare che ciò accadesse. Ma sfortunatamente, se le loro economie, allo stesso tempo, stanno rallentando perché i flussi di capitale stanno uscendo dalle loro economie. Allora l'aumento del tasso di interesse nella loro economia non farà altro che peggiorare le cose, giusto?

Perché un'economia in rallentamento richiederà un tasso di interesse più basso e una valuta in deprezzamento, ovviamente, spingerà le banche centrali a voler aumentare i tassi di interesse. E hanno sempre avuto questo dilemma. E nella maggior parte dei casi, come abbiamo dimostrato in un altro articolo, hanno diminuito i tassi di interesse nei loro paesi perché anche le loro economie erano rallentate. E naturalmente, in questa situazione, il debito in dollari rende la vita molto difficile. Infatti, senza il dollaro non si aumenterebbero i tassi di interesse, giusto? Non si avrebbe alcun incentivo a imitare i rialzi della Fed. Ma questo li mette alle strette e rende loro la vita molto difficile. Quindi, come dimostriamo nel paper una delle ragioni principali per cui questa volta è diverso, queste economie riducono la quantità di debito in dollari nella loro economia e aumentano anche la credibilità della politica monetaria. In altre parole, quando il rialzo della Fed avviene e il loro tasso di cambio si deprezza e i capitali escono, possono effettivamente rispondere alle aspettative e alla situazione della loro economia abbassando i tassi di interesse, perché non hanno un debito in dollari così elevato. Quindi la svalutazione non li danneggia più di tanto e la loro economia sta rallentando. Quindi, abbassando il tasso di interesse, stimoleranno l'economia.

Tim Phillips [00:07:02]:

Ma il motivo per cui parliamo di mercati emergenti e la trasmissione è diversa per le economie avanzate.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:07:09]:

A causa del canale del premio di rischio nelle economie avanzate. Naturalmente, tornando all'esempio del Canada, anche il dollaro canadese si è deprezzato rispetto al dollaro statunitense. Ma il problema è che gli investitori non lo valutano come un premio al rischio per il Canada, ma come un premio al rischio per il Messico. Il motivo è che il Canada non ha un debito in dollari così elevato e la sua banca centrale è molto più credibile delle banche centrali dei mercati emergenti. È proprio questo il motivo per cui gli investitori non lo valutano come un premio di rischio per il Canada.

Tim Phillips [00:07:36]:

Quindi, se andiamo avanti di nove anni dal "taper tantrum", arriviamo al 2022 e l'inflazione negli Stati Uniti raggiunge il 9,1%. Per chiunque non abbia prestato attenzione nell'ultimo anno e mezzo, cosa ha fatto la Fed?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:07:51]:

La Fed inizia ad aumentare i tassi di interesse.

Tim Phillips [00:07:53]:

Sì, molto spesso. E molto regolarmente.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:07:57]:

Esattamente. In realtà, la gente continua a dimenticarlo, ma è incredibile. Hanno aumentato il tasso di interesse di 5,5 punti percentuali in meno di 15 mesi. Si tratta di una politica monetaria aggressivamente restrittiva da parte degli Stati Uniti.

Tim Phillips [00:08:09]:

Data la storia della trasmissione dei rialzi dei tassi alla fine del 2022, tu e i tuoi colleghi valuate il possibile impatto sui mercati emergenti. Siete preoccupati?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:08:22]:

In realtà io non lo ero. Ho scritto un primo pezzo su finanza e sviluppo per il FMI e in realtà il titolo aveva un punto interrogativo, un nuovo taper tantrum? Proprio per questo motivo. Ho osservato questi dati per diverso tempo e mi sono resa conto che non tutti i mercati emergenti, ma molti di loro, le loro banche centrali, stavano facendo un ottimo lavoro. Erano in anticipo sulla curva. Infatti, alcuni di loro hanno iniziato ad aumentare i propri tassi di interesse prima degli Stati Uniti, perché anche loro risentivano dell'inflazione globale legata a Covid e ai problemi della catena di approvvigionamento. Quindi, anche questo è un problema di credibilità della banca centrale. Se avete un problema di inflazione, lo affrontate. Giusto? E poi non mi preoccupa più di tanto, visto che fanno bene il loro lavoro e riducono anche il debito in dollari. E poi la Fed ha anche mantenuto, soprattutto nel 2000 e nel 2021, i sondaggi monetari facili prima di iniziare le manovre. Quindi c'era un ampio margine di manovra: ok, non abbiamo un problema di liquidità globale e questi ragazzi sono al top del loro lavoro. Quindi probabilmente questa volta non si sarebbe trasformato in un "taper tantrum".

Tim Phillips [00:09:23]:

Abbiamo detto che hanno ridotto il loro debito in dollari. L'altra cosa che abbiamo menzionato è che hanno fatto meglio in termini di credibilità.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:09:32]:

Sì, e questo è molto importante. In effetti, le due cose sono collegate. Non avrebbero potuto ridurre il debito in dollari se non avessero migliorato la credibilità della loro politica monetaria. Per quanto riguarda la credibilità della politica monetaria, in questo articolo utilizziamo una nuova serie di dati messi insieme dal FMI. La mia coautrice Filiz Unsal e il suo team lo hanno messo insieme esaminando migliaia e migliaia di documenti legali e dichiarazioni delle banche centrali statali di tutti questi mercati emergenti. L'idea è quella di misurare realmente il regime di politica monetaria. Quando si parla di credibilità della politica monetaria, si pensa a una banca centrale indipendente, a un obiettivo di inflazione, a tassi di cambio fluttuanti, a classificazioni tipo regime. Giusto. Tutto importante. Naturalmente è da lì che si parte. Ma il problema è che anche se si parte da questo, anche se le intenzioni sono buone. E si dice: "Ho un regime che punta all'inflazione, ho una banca centrale indipendente". Tutto questo potrebbe rimanere sulla carta, giusto? Quando si guarda alle azioni concrete, potrebbe essere qualcosa di molto diverso. La Turchia è un ottimo esempio in tal senso. La Turchia è un paese con obiettivi di inflazione, gli Stati Uniti sono un paese con obiettivi di inflazione. E la credibilità della politica monetaria non può essere così diversa tra questi due paesi. In questo senso, la credibilità della politica monetaria riguarda le azioni dei banchieri centrali, la definizione della politica monetaria. In poche parole, fanno quello che dicono? Esattamente. Fare ciò che si dice di fare. È quindi questo il modo in cui la misuriamo.

Tim Phillips [00:10:53]:

Giusto. E con questa misurazione, siete riusciti a trasformarla in una sorta di dati. Non si tratta più di opinioni. Stanno facendo quello che dicono di fare? Lo state misurando.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:11:02]:

Esattamente. Quindi questo è l'intero processo che la mia coautrice, Filiz Unsal, e i suoi colleghi del FMI hanno affrontato leggendo tutti questi documenti e confrontandoli realmente. Ok, questo è quello che c'è scritto sui documenti de jure e de facto, lo hanno seguito, di quanto si sono discostati, come ad esempio il regime di inflation targeting, quanto è trasparente quando si tengono le riunioni di politica monetaria, hanno anche emesso una dichiarazione? Se nel comunicato si dice qualcosa del tipo: "Stiamo per inasprire la politica monetaria perché le aspettative di inflazione si stanno disancorando", che sarebbe un'azione credibile, oppure si dice qualcosa del tipo: "Vogliamo fermare il deprezzamento del tasso di cambio". Questo non sarebbe credibile perché la banca centrale non userebbe il tasso di politica monetaria per il tasso di cambio. Giusto. Quindi sono queste le cose. Esattamente. Hanno esaminato e misurato e trasformato questi documenti in un indice. Si tratta di un indice compreso tra zero e uno, e se il valore è più alto significa che le vostre azioni sono davvero molto trasparenti, molto responsabili, ed esattamente ciò che dite sulla carta, al contrario di quanto avviene se siete al di sotto. Non è questo il caso.

Tim Phillips [00:12:02]:

Abbiamo quindi ottime notizie. Le economie dei mercati emergenti sembrano essere state gestite bene. Questa volta non c'è stato nessun taper tantrum. Avevi ragione. E abbiamo anche rafforzato la credibilità delle politiche. Questo ha funzionato per evitare una crisi solo questa volta? O questa credibilità politica sta avendo un altro effetto benefico sulle economie? Avevamo fatto delle previsioni piuttosto terribili su ciò che sarebbe accaduto alla crescita. Queste previsioni sono state confermate o sono andate meglio del previsto?

Şebnem Kalemli-Özcan [00:12:36]:

Penso che la questione della crescita sia più complicata perché ci sono molte più cose che accadono, giusto? Voglio dire, dall'IA agli shock dell'offerta, agli shock energetici. Quindi ci sono molte cose che riguardano direttamente gli investimenti e il lato produttivo di molte economie. Ma per quanto riguarda i benefici della credibilità della politica monetaria, ovviamente si tratta di stabilizzazione delle politiche, di stabilizzazione a breve termine, giusto. Se si dispone di una credibilità di politica monetaria, si controlla l'inflazione e quando l'inflazione inizia a scendere, se l'economia rallenta, si torna indietro e si aiuta l'economia a stabilizzarsi, se c'è qualcosa da fare è anche la credibilità di politica monetaria. In questo senso, quindi, riescono a smussare meglio gli urti e gli shock. Giusto. E questo è in realtà il primo passo prima della crescita, se ci pensate, perché nessuna economia crescerà se c'è molta incertezza nell'economia e se il percorso è sempre un po' accidentato. La credibilità della politica monetaria contribuirà quindi ad attenuare le asperità. Ma vorrei anche dire che finora non è successo nulla, ma stiamo parlando di mercati emergenti. Ci sono anche i paesi più poveri, i paesi in via di sviluppo. Questi ultimi sono stati sottoposti a forti tensioni perché hanno un forte debito sovrano. Questo è il debito pubblico. E naturalmente il pagamento di quel debito ha un costo più elevato, perché i tassi di interesse a livello globale sono più alti. Giusto. Quindi questo è ancora un motivo di preoccupazione. Possiamo avere ancora crisi in quella parte del mondo. È più legato al debito sovrano che a quello che stiamo cercando di focalizzare in questo paper, il settore delle imprese,

il debito in dollari del settore privato è minore e le banche centrali sono più credibili tra i mercati emergenti, non tra i Paesi in via di sviluppo più poveri.

Tim Phillips [00:14:08]:

Sì, quindi esitiamo a dire che al momento c'è un'enorme quantità di buone notizie nelle economie globali, ma almeno alcune delle notizie davvero cattive sono state evitate.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:14:18]:

È proprio così.

Tim Phillips [00:14:19]:

Şebnem, grazie mille.

Şebnem Kalemli-Özcan [00:14:20]:

Grazie mille.

Tim Phillips [00:14:30]:

Se volete leggere qualche dettaglio in più su questo argomento, allora il paper di Şebnem e Filiz Unsal 2023 Trasmissione globale dei rialzi della Fed: Il ruolo della credibilità delle politiche e dei bilanci. E questo contiene tutti i grafici che non vi ho descritto.

[Voce fuori campo] [00:14:49]:

Questo è un VoxTalk registrato al Simposio di Parigi del CEPR. Se vi piace quello che ascoltate, iscrivetevi. Potete trovarci ovunque vi arrivi il podcast, e potete ascoltare clip di episodi passati e futuri seguendoci su Instagram al sito VoxTalks Economics.