

LE BANCHE CENTRALI E IL MISTERO DELL'INFLAZIONE

FERDINANDO GIUGLIANO

È RARO vedere un banchiere centrale ammettere pubblicamente di non capire del tutto cosa stia succedendo all'inflazione. Lo ha fatto la scorsa settimana Janet Yellen, presidente della Federal reserve, prima di annunciare però che la banca centrale americana andrà avanti con il programma di rialzo dei tassi d'interesse nonostante i prezzi stiano salendo meno del previsto. Il "mistero dell'inflazione", come lo aveva già chiamato la stessa Yellen, è la questione economica irrisolta della nostra epoca, e ha implicazioni profonde per le scelte di politica monetaria e di bilancio, anche relative al nostro Paese.

La domanda che fa grattare la testa ai banchieri centrali di mezzo mondo è perché l'inflazione sia molto più bassa di quanto dovrebbe essere a questo punto della ripresa. Negli Stati Uniti, la disoccupazione è ormai scesa quasi al 4%, un livello che molti economisti ritenevano fino a pochi anni fa quello fisiologico, oltre il quale non si può andare senza far schizzare in alto salari e prezzi. L'inflazione invece continua a essere bloccata sotto l'obiettivo della Fed del 2%, rendendo difficile per Yellen comunicare la direzione futura della politica monetaria.

Un dilemma simile affligge il presidente della Banca centrale europea, Mario Draghi. A fine ottobre la Bce dovrebbe annunciare la progressiva riduzione del programma di acquisti di obbligazioni governative e corporate lanciato a inizio del 2015 per stimolare l'economia ed evitare il rischio di deflazione. Ma i dati sull'inflazione di settembre confermano che i prezzi stanno salendo meno delle attese, e comunque al di sotto dell'obiettivo della banca centrale.

Le possibili spiegazioni del "mistero dell'inflazione" sono molteplici: la Banca dei regolamenti internazionali, l'istituzione che promuove la cooperazione fra le banche centrali, ha recentemente indicato la globalizzazione come la principale responsabile della lenta risalita dei prezzi. La concorrenza da parte delle economie emergenti come la Cina e la diffusione delle "catene mondiali del valore" nel processo di produzione aiutano a tenere bassi i prezzi anche in un momento di ripresa. Secondo altri, invece, la risposta viene dalla diffusione crescente dell'e-commerce e di Amazon, che aiutano i consumatori a fare shopping a buon mercato, limitando la capacità delle aziende di alzare i prezzi.

In realtà è probabile che la spiegazione sia diversa a seconda del Paese in cui ci troviamo. Il Fondo monetario internazionale ha pubblicato un capitolo analitico del suo *World economic outlook* dedicato al perché i salari crescano così poco. Secondo il Fondo, nel caso delle economie che si stanno solo ora riprendendo dalla crisi, come Portogallo e Italia, la bassa inflazione sembrerebbe essere principalmente

un fenomeno ciclico: siccome la ripresa è all'inizio e la disoccupazione ancora molto alta, i lavoratori hanno difficoltà a chiedere un aumento. Nel caso dei Paesi che sono da anni in ripresa, le ragioni sembrerebbero invece strutturali e, in particolare legate al lento miglioramento della produttività. Di norma, i salari sono infatti legati a quanto riusciamo a produrre: la bassa crescita della produttività, che caratterizza anche le economie con bassi tassi di disoccupazione come la Germania, limiterebbe dunque gli aumenti salariali.

Se questa spiegazione fosse vera, il problema di Yellen sarebbe ben più grosso di quello di Draghi. La disoccupazione nella zona euro, soprattutto se si usano indicatori che tengono conto della sottoccupazione, è ancora molto alta e tale da giustificare un'inflazione così bassa. Più complessa sarebbe invece la situazione degli Stati Uniti, dove c'è il rischio che la crescita dei prezzi possa essere strutturalmente più lenta: il rischio è che la Fed venga frenata nel suo percorso già annunciato di rialzo dei tassi, perdendo così credibilità nei confronti degli investitori.

Per l'Italia, il mistero dell'inflazione costituisce un problema soprattutto per quanto riguarda le dinamiche del debito. Il ministro dell'Economia Pier Carlo Padoan ha da poco presentato delle previsioni semestrali che mostrano come il debito pubblico dovrebbe cominciare a scendere piuttosto nettamente a partire dal 2019. Perché questo non resti soltanto un auspicio, i prezzi (misurati attraverso il deflatore del Prodotto interno lordo) dovranno salire dell'1,9% nel 2019 e del 2,1% nel 2020, in modo da spingere la crescita del Pil nominale sopra il 3%. Si tratta di previsioni piuttosto ottimistiche, come ha già sottolineato l'Ufficio parlamentare del bilancio, l'organo che si occupa di vigilare sui nostri conti pubblici. Il rischio, come analizzato dallo stesso ministero, è che in caso di bassa inflazione il debito non cali e si stabilizzi intorno al 130%, rendendoci così comunque vulnerabili nella prossima recessione.

All'Italia tocca dunque sperare che l'inflazione, quanto meno nella zona euro, torni davvero, e che la Bce proceda solo gradualmente con la riduzione del *quantitative easing*. Se così non fosse, i grattacapi del successore di Padoan saranno ben più forti di quelli di Yellen.

L'autore è editorialista di Bloomberg View

© RIPRODUZIONE RISERVATA

