

## Le incognite dell'inflazione che cresce

di **Boeri e Perotti**  
● a pagina 26



*Mercati e banche centrali*

# Le incognite dell'inflazione

di **Tito Boeri e Roberto Perotti**

Secondo i sondaggi Gallup a fine settembre l'inflazione era il problema principale per l'1 per cento degli americani. A fine ottobre lo era per il 6 per cento degli intervistati, poco meno della metà di chi si dichiarava preoccupato soprattutto per il Covid, ed il problema principale tra quelli economici. Da allora l'inflazione è ulteriormente aumentata, fino a oltre il 6 per cento secondo i dati di giovedì scorso, il massimo da trent'anni. Nell'Eurozona siamo al 3,4 per cento, ma partendo da un'inflazione negativa (cioè prezzi in discesa) solo pochi mesi fa. Tutti si chiedono se l'inflazione sia temporanea oppure rischi di diventare permanente. Nessuno ha la risposta in tasca; ma mentre qualche mese fa le banche centrali davano per scontato che la recrudescenza fosse temporanea, ora continuano a darlo per scontato in pubblico ma nelle segrete stanze cominciano a chiedersi cosa fare nel caso si rivelasse più duratura del previsto. C'è una certa ironia in tutto questo, perché fino a poco fa i banchieri centrali europei avevano il timore opposto: che l'inflazione zero o negativa del



senno di poi fu un errore clamoroso, peraltro corretto molto presto. Proprio per rassicurare i mercati che questo non avverrà più, e per essere credibile nell'impegno di portare l'Eurozona fuori dalle paludi della bassa inflazione ad ogni costo, questa estate la Bce si è data la regola di tollerare un periodo, anche prolungato, di inflazione superiore al target del 2 per cento.

Da allora sono successe tre cose.

Primo, viene sempre il dubbio che non si tratti di "buona" inflazione, vale a dire dovuta al miglioramento dell'economia: c'è stato un rimbalzo, ma non siamo affatto sicuri (è bene tenerlo presente in Italia!) che l'economia sia su di un sentiero di crescita duraturo. Attualmente la convinzione è che l'aumento dell'inflazione sia dovuto a motivi "cattivi", ai prezzi di materie prime, energia e cibo, gli ultimi due settori ad alta visibilità e che impattano molto sulla fiducia dei consumatori (che infatti è scesa notevolmente negli Stati Uniti nelle ultime settimane).

Secondo, l'inflazione è più alta in Germania, oltre il 4 per cento, sopra i livelli accettabili dati i loro standard. Già da tempo molti tedeschi considerano la politica monetaria dell'euro eccessivamente espansiva. I bassi tassi di interesse, a loro dire, danneggiano le loro banche ed assicurazioni, mentre il programma di acquisto di titoli, il Quantitative Easing, sarebbe un regalo ai Paesi della periferia per mantenere bassi gli interessi sui loro debiti pubblici. Inoltre, per finanziarlo la Bce ha iniettato nell'economia dell'Eurozona 5 mila miliardi di base monetaria, partendo da circa mille miliardi nel 2015, un aumento senza precedenti. Nei Paesi del Nord alcuni si chiedono: finora l'inflazione non ha reagito, ma cosa potrebbe accadere con tutta questa liquidità in circolazione?

Terzo, l'inflazione è come una bicicletta: è molto difficile rimanere in sella da fermi. Un conto è annunciare di tollerare l'inflazione al 3 o 4 per cento per qualche trimestre affinché i mercati e i consumatori si aspettino almeno il 2 per cento; un altro è poi dimostrare di saper tenere sotto controllo l'inflazione e tornare al target del 2 per cento. Cosa succede se nel frattempo i mercati e i

— “ —  
***Tutti si chiedono se sia  
temporanea oppure rischi  
di diventare permanente  
Nessuno ha la risposta in tasca***  
— ” —

2020 (e prima ancora del 2014-16) si radicasse in uno scenario giapponese anni '90 di bassa inflazione e stagnazione.

Un'inflazione negativa è il terrore delle banche centrali per almeno due motivi. Se ci si aspetta che il prezzo di una lavatrice o di un macchinario scenda nei prossimi mesi, consumatori e imprenditori aspetteranno a consumare beni durevoli e a investire; questo riduce la domanda e porta alla stagnazione economica.

Secondo, quando l'inflazione è zero o negativa i tassi di interesse a breve, quelli controllati dalle banche centrali, sono vicini allo zero. Poiché non possono scendere molto sotto lo zero, questo lascia poco spazio di manovra alla banca centrale in caso di recessione: vorrebbe tagliare ulteriormente i tassi di interesse, ma sono già al limite inferiore. Da qui l'uso di strumenti alternativi, come l'enorme acquisto di titoli del debito pubblico degli ultimi sei anni.

In periodi di inflazione zero o negativa è quindi fondamentale per una banca centrale cambiare le aspettative del mercato, e convincere che l'inflazione salirà. Proprio per questo nell'estate di quest'anno la Banca centrale europea aveva cambiato le linee guida di politica monetaria, in vigore dal 2003.

Nel 2008, poche settimane dopo il crollo di Lehman Brothers, di fronte a una impennata del prezzo del petrolio che aveva portato l'inflazione ai livelli attuali (ma partendo da una base più alta) la Bce aumentò i tassi di interesse; una mossa dettata dalle regole di allora che vincolavano la Bce a non superare il 2 per cento di inflazione, e che con il

— “ —  
***Finora, al contrario degli Usa,  
le aspettative nell'Eurozona  
non si sono mosse, ma la Bce  
deve giocare d'anticipo***  
— ” —

lavoratori si aspettano che l'inflazione, tolta la naftalina, rimarrà al 4 o 5 per cento per molto tempo, per esempio perché i salari aumentano per recuperare il potere d'acquisto?

Finora, al contrario degli Usa, le aspettative di inflazione nell'Eurozona non si sono mosse, ma i banchieri centrali devono giocare d'anticipo, il motivo per cui il loro è un mestiere difficile. Di questo parleremo in un prossimo articolo, soprattutto in riferimento al mercato del lavoro, che sta lanciando segnali di grandi cambiamenti e di difficile lettura.

© RIPRODUZIONE RISERVATA