

Data: 27-10-2005
Testata: IL SOLE 24 ORE
Riferimenti: PRIMA PAGINA

Pag. 1 Pag. 2

INFLAZIONE E TASSI **Il filo del rasoio di mister Bernanke**

DI GUIDO TABELLINI

Cosa succederà all'economia americana nel 2006? I prossimi mesi saranno cruciali per capire se il presidente della Federal Reserve, Alan Greenspan, lascerà al suo successore, Ben Bernanke, una situazione florida oppure una brutta gatta da pelare.

Molto dipenderà dall'inflazione. A settembre l'indice dei prezzi al consumo è cresciuto del 4,7% rispetto a un anno prima. Troppo, per qualunque banchiere centrale. Ma la causa principale è lo shock petrolifero. L'inflazione core, cioè depurata dei prezzi più volatili come energia e beni alimentari, è ferma al 2 per cento. Una differenza così grande tra queste due misure di inflazione è eccezionale e non può durare. La forbice tra i due indicatori si chiuderà. Ma come? La risposta a questa domanda è cruciale per gli scenari futuri.

Quello più probabile e scontato dai mercati finanziari è che l'indice generale dei prezzi al consumo rallenterà verso valori accettabili. In questo caso, la Federal Reserve continuerà il graduale aumento dei tassi, portando il tasso di riferimento dal 3,75% attuale verso il 4,5% entro i primi mesi del 2006. A questo livello, la politica monetaria avrà raggiunto una posizione di neutralità cioè non sarà né fonte di stimoli né di freni per la crescita dell'economia americana. E poi, cosa farà? La risposta è difficile e dipenderà dall'evoluzione congiunturale. Se, come è probabile, l'economia sarà in una situazione di pieno impiego e crescerà secondo il suo potenziale del 3-3,5%, con un'inflazione intorno al 2-3%, Greenspan sarà ricordato come il miglior banchiere centrale dei nostri tempi.

Nello scenario alternativo, la forbice tra i due indicatori di inflazione si chiuderà con un'accelerazione dell'inflazione core. In questo caso, i tassi di politica monetaria dovranno salire decisamente sopra il 4,5% oggi scontato dai mercati. Ciò renderà più vulnerabile l'economia americana. Le famiglie sono molto indebitate a fronte di una ricchezza immobiliare forse gonfiata da una "bolla speculativa". L'eventuale scoppio della "bolla" potrebbe far precipitare l'economia americana in recessione. Anche senza questa ipotesi estrema, una politica monetaria davvero restrittiva costringerebbe l'economia a rallentare sotto il suo tasso di crescita potenziale. Le ripercussioni sul resto del mondo, dai mercati emergenti all'Europa, e sul dollaro non tarderebbero a farsi sentire.

CONTINUA A PAG.2

Oggi non si vedono ancora segnali di accelerazione dell'inflazione core. Ma per valutare correttamente l'evolversi della situazione, bisogna tener conto di un punto cruciale. La Federal Reserve guarderà avanti, reagirà ai rischi, senza aspettare di vedere dati certi e univoci. Una delle principali innovazioni di Greenspan è stata di impostare la politica monetaria in base al principio della gestione dei rischi. Questo vuol dire giocare d'anticipo, consapevoli che c'è la possibilità di sbagliare, pur di ridurre l'esposizione a pericoli più gravi.

Quando il timore principale riguardava la deflazione, la Federal Reserve non ha esitato ad "assicurarsi" tagliando i tassi in modo aggressivo. Oggi, la situazione è opposta. La disoccupazione è al 5% ed è difficile che possa scendere ancora. Da metà 2003, l'economia americana cresce sopra il 3.5 per cento. La fiducia delle imprese è vicina ai livelli massimi,

nonostante gli uragani nel Golfo del Messico. Sarebbe un guaio scoprire che la politica monetaria è in ritardo nella lotta all'inflazione. Una volta che il processo inflazionistico ha iniziato a influire sui salari e sulle aspettative, è molto più difficile da arrestare. Per evitare di finire in questa trappola, la politica monetaria americana correrà qualche pericolo in più sul fronte opposto. Quindi difficilmente l'aumento dei tassi subirà una pausa prima di avere raggiunto il livello neutrale intorno al 4,5 per cento. E uno scenario anche solo incerto e appena abbozzato di ripresa dell'inflazione porterà a una stretta di politica monetaria superiore a quella oggi scontata dai mercati finanziari.

L'ultima riunione della Fed presieduta da Greenspan sarà il 31 gennaio 2006. Sarà un momento rivelatore per scoprire cosa ci aspetta nel resto dell'anno. In quell'occasione capiremo se sarà terminato il ciclo di rialzo dei tassi e se Greenspan lascerà un'eredità d'oro. Oppure se il suo successore Bernanke dovrà rischiare di mandare l'economia in recessione, pur di evitare il riaccendersi dell'inflazione.