

PREOCCUPAZIONI PER L'AUMENTO DELLA MASSA MONETARIA E LE CONSEGUENZE

# I mercati non fiutano l'odore dell'inflazione

di ALESSANDRA MIELI

In che modo può tornare a far capolino l'inflazione? Ne parlano da tempo alcuni commentatori, che sostengono che ormai "si stampa troppa moneta". Da qualche tempo ne parlano pure gli economisti. Il Centro Einaudi di Torino, che ha recentemente inaugurato una sezione economica del sito web, affronta il tema con un interessante punto di vista. Secondo il Centro Einaudi le strade dell'inflazione sono diverse in un'economia sofisticata, dove emerge sotto condizioni molto particolari, e in un'economia in via di sviluppo, dove emerge facilmente. Denunciare che "si stampa troppa moneta" non significa molto. Oggi alcune economie sofisticate possono rischiare l'inflazione. Il ragionamento si rifà quindi al lavoro di Simon Johnson, già capo economista del Fondo Monetario, che si chiede come possa emergere l'inflazione negli Stati Uniti. La premessa è che né il Centro Einaudi, né Johnson sostengono che emergerà, ma ci si chiede solo come possa emergere. Lo scopo è riflettere sul rischio che si corre sulle obbligazioni a lungo termine. Il punto di vista dominante afferma che l'inflazione è quasi impossibile per un'economia sofisticata. Si entra in recessione quando il reddito corrente è di molto inferiore a quello di piena occupazione. Si ha quindi subito il rilancio fiscale e monetario. L'inflazione si genera a partire da quando si arriva intorno alla piena occupazione della manodopera e degli impianti. A quel punto però la banca centrale alza i tassi e vende le obbligazioni che aveva accumulato, e perciò ferma la crescita dei prezzi. Inoltre, il bilancio pubblico si aggiusta automaticamente, perché vengono meno le spese per i sussidi di disoccupazione e aumentano le entrate fiscali. Un paese sofisticato è in grado di evitare sia la recessione profonda sia l'inflazione. Per un Paese in via di sviluppo, invece, è difficile evitare l'inflazione. Come economia aperta e poco competitiva registra, se c'è

crisi, la scomparsa improvvisa di interi settori. Inoltre, ha crisi bancarie profonde, e pure ondate di "malgoverno", come l'espropriazione delle pensioni. Non esiste di conseguenza il concetto di reddito di piena occupazione, né di reddito stabile. L'inflazione da dove viene fuori? Il deficit pubblico degli "emergenti" nei periodi di crisi è subito espanso attraverso la creazione di moneta. La moneta in circolazione aumenta ben oltre quella desiderata dal pubblico. Il prezzo della moneta in termini di beni scende, e quindi si ha inflazione. La politica monetaria può certamente diventare restrittiva, ma manca persino la conoscenza statistica dell'economia per dire quando e quanto si deve intervenire.

Seguendo questo schema con l'estremo incapace di generare inflazione e con l'altro estremo che la genera subito, il Centro studi torinese si domanda se nei gli Stati Uniti e la Gran Bretagna di oggi siano più vicini alle economie sofisticate, quelle a bassa propensione d'inflazione, o a quelle in via di sviluppo, con un'alta propensione. Attualmente non sarebbero più completamente nel modello delle economie sofisticate. Ma, ovviamente, non sono nel modello delle economie in via di sviluppo. Si deve quindi cercare di capire come possa emergere un tasso di inflazione elevato in un'economia sofisticata. Per elevato s'intende un tasso intorno al 5%, sufficiente a ribaltare lo scenario delle obbligazioni.

In questo scenario le famiglie e le imprese riducono i consumi e gli investimenti. Le famiglie debbono ridurre il debito accumulato e quindi frenano ancor più i consumi. Per evitare l'avvitamento la politica monetaria viene molto espansa, non solo attraverso il taglio dei tassi, ma anche con l'acquisto di obbligazioni sui mercati. E' perciò monetizzato in parte il debito del Tesoro, ossia il debito non acquistato dai mercati che è acquistato dalla banca centrale. Se l'eco-

nomia non riparte in tretta, per cui la banca centrale può vendere le obbligazioni che aveva accumulato senza fermare la ripresa, la maggior quantità di moneta in circolazione può a un certo punto essere giudicata eccessiva e quindi spesa.

Fin qui, il ragionamento sui pericoli dell'espansione monetaria e fiscale degli Stati Uniti e della Gran Bretagna è smentito dall'esperienza giapponese, che ha fatto tutte queste manovre senza che si generasse la minima inflazione. C'è una differenza. Il Giappone è un esportatore netto di capitali. Gli Stati Uniti e la Gran Bretagna sono un importatore netto. Hanno quindi bisogno di essere credibili. La poca credibilità del debito emesso potrebbe spingere l'estero a comprare in minor misura le loro obbligazioni. La loro moneta si indebolirebbe verso quelle estere, alzando il prezzo dei beni importati. Il sistema a quel punto si muoverebbe verso l'inflazione.

In attesa di una risposta nei fatti, a giudizio del Centro Einaudi si possono seguire le aspettative di inflazione sottraendo al rendimento nominale delle obbligazioni a lungo termine il rendimento di quelle indicizzate all'inflazione, naturalmente di durata equivalente. Se la differenza aumenta molto, vuol dire che stanno sedimentando aspettative di inflazione. Le obbligazioni "normali" sono protette dall'inflazione dai rendimenti maggiori, mentre quelle "indicizzate" rendono l'inflazione in via automatica.

I dati, conclude il centro studi, mostrano che la differenza è inferiore a quella che si aveva prima che la crisi si approfondisse, ossia fino all'estate del 2008, ma superiore a quella che si aveva nel momento peggiore, quando si temeva la deflazione, ossia nell'inverno, sempre del 2008. Per ora dai mercati non arrivano segnali che si avrà un'inflazione, ma segnali della fine del timore della deflazione.