

- **Economia**
12 ottobre 2020
-

Il game changer Perché la disoccupazione bassa non comporta più un aumento di prezzi

Giorgio Arfaras

Jerome Powell, il presidente della Fed, ha sottolineato che l'obiettivo per l'inflazione, quello canonico del due per cento, dovrebbe d'ora in poi essere una media. Questo cambia l'atteggiamento delle Banche centrali, che potranno sostenere più a lungo gli interventi dei governi



Unsplash

Fino a non molto tempo fa si usava affermare che le politiche monetarie ultra espansive (ossia, le banche centrali che praticano nei confronti delle banche di credito ordinario dei tassi di interesse pari zero o negativi e acquistano copiosamente le obbligazioni emesse dai Tesori) potevano continuare fintanto che non fosse emersa l'inflazione, che però sembrava, ormai da molti anni, scomparsa.

Continuando le politiche monetarie ultra espansive si potevano finanziare senza frizioni politiche particolari i deficit dei Tesori, che erano intanto cresciuti in misura abnorme soprattutto per combattere gli effetti depressivi del Coronavirus. Tutto sembra funzionare. I governi possono, infatti, accrescere le spese per sostenere i disoccupati (attuali e potenziali), intanto che possono accrescere le spese per le infrastrutture. Il tutto senza alcun bisogno impellente di tagliare altre spese o alzare le imposte.

Ma non tutto può sempre «filare liscio». Aleggiava, infatti, il dubbio. Una volta che si sia accumulato molto debito con dei tassi nulli e dei rendimenti molto compressi, ecco che diventa molto difficile per le banche centrali alzare, se necessario, i tassi. Si rischierebbe, infatti, se i tassi e i rendimenti tornassero alla normalità, ossia se salissero parecchio, dallo zero circa di oggi fino a un tre quattro per cento del periodo ante crisi del 2008, di far deragliare l'economia, perché il debito pubblico, ma anche quello privato, che sono intanto smisuratamente cresciuti, andrebbero fuori controllo.

Non solo i debiti andrebbero fuori controllo con un rialzo dei tassi. I tassi e rendimenti compresi spingono in alto l'investimento azionario, perché si comprime il «fattore di sconto» dei redditi di impresa. Ossia, minore o nullo il rendimento dei titoli di stato, maggiore diventa l'interesse verso le azioni che pagano un dividendo che, in rapporto al prezzo delle azioni, rende comunque più dei titoli di stato. Lo stesso vale per il settore immobiliare. Dove al posto del dividendo delle azioni si hanno gli affitti, il cui rendimento va messo in rapporto [a quello dei titoli di Stato](#).

A differenza delle vicende in campo obbligazionario, dove i banchieri centrali spiegano (giustamente) quanto grande sia l'importanza del loro intervento, in campo azionario è difficile che gli stessi banchieri centrali ammettano di essere (almeno in parte) responsabili dell'impennata del mercato azionario, come quella che si è avuta negli ultimi mesi. Perché mai?

Tre ipotesi, che non si escludono. Non vogliono che si creda che esiste una qualche garanzia a tenere tonici i mercati delle azioni. Non vogliono essere incolpati per la crescente disuguaglianza di ricchezza che si crea, per usare una espressione popolare, fra «wall street» e «main street». Non vogliono, infine, diventare dei capri espiatori, semmai scoppiasse una «bolla» azionaria.

La Banca dei Regolamenti Internazionali, la banca centrale delle banche centrali con sede a Basilea, a differenza delle banche centrali nazionali, non risponde, con una maggiore o minore indipendenza, a un governo specifico. Quindi può essere più esplicita sui difetti della moderna politica monetaria. [Un suo recente rapporto](#) mostra come i prezzi molto alti delle attività finanziarie, fra cui primeggiano le azioni, siano in contrasto con i mediocri dati economici sottostanti. E la ragione della divaricazione va cercata nella politica monetaria ultra espansiva.

Ricapitolando. Le banche centrali possono continuare a finanziare i governi finché l'inflazione rimane bassa o nulla, perché un suo rialzo spingerebbe i tassi e i rendimenti al rialzo, ciò che renderebbe il debito pubblico, di suo cresciuto verso livelli che si sono visti solo dopo le guerre, molto costoso e quindi il suo finanziamento molto poco agevole. Inoltre, con le politiche monetarie ultra espansive si ha una spinta al prezzo delle azioni, che non dipendono solo dai migliori andamenti d'impresa.

Ed ecco che in agosto arriva il «game changer», che ruota intorno all'idea che non vi sia, come accadeva in passato, un rischio di inflazione dietro l'angolo. In passato le banche centrali – per impedire che l'inflazione superasse l'obiettivo ritenuto adeguato, ossia quella variazione dei prezzi del due per cento che «lubrifica» l'economia, avevano frenato l'espansione prima che l'economia avesse raggiunto la piena capacità. Seguivano, insomma, l'idea che esiste un rapporto fra la piena occupazione e l'inflazione. Se ci si avvicina alla prima, emerge la seconda. L'effetto non è stato però quello di evitare l'arrivo dell'inflazione, che, come noto, non si è palesata, quanto di deprimere sia l'occupazione sia la crescita dei salari.

Ed ecco appunto che in agosto, Jerome Powell, il presidente della Fed, la banca centrale degli Stati Uniti, ha sottolineato che l'obiettivo della banca centrale per l'inflazione, quello canonico del due per cento, dovrebbe d'ora in poi essere una media: la Fed potrebbe, infatti, proseguire gli sforzi per spingere l'inflazione al di sopra del due per cento; a quel punto l'obiettivo canonico sarebbe una media dell'inflazione con valori puntuali sotto e sopra il due per cento.

Inoltre, Powell ha osservato che la Fed non tenterà di impedire, come in passato, che l'occupazione superi la stima, basata sul vecchio comportamento del mercato del lavoro, del livello massimo sostenibile. L'esperienza recente, a differenza di quanto accadeva solo qualche decennio fa, suggerisce che i livelli molto bassi di disoccupazione, [forse per effetto della globalizzazione e del precariato](#), non si traducono più in prezzi in accelerazione.