

L'analisi  
CARLO BASTASIN

## IL SEGRETO DEL TEMPIO

Le prospettive italiane dipendono dal livello futuro dei tassi, un fattore che è in gran parte estraneo al controllo del governo. L'intera programmazione di politica economica, dal Documento di economia e finanza al Piano di ripresa e resilienza, si basa sull'attesa che i tassi restino bassi.

*pagina 15* 

L'analisi  
CARLO BASTASIN

## IL RISCHIO INFLAZIONE È IL SEGRETO DEL TEMPIO

**L**e prospettive italiane dipendono dal livello futuro dei tassi d'interesse, un fattore che è in gran parte estraneo al controllo del governo. L'intera programmazione di politica economica, dal Documento di economia e finanza al Piano di ripresa e resilienza, si basa sull'attesa che i tassi restino bassissimi. Senza questa condizione il debito pubblico, che in rapporto al Pil già sfiora il 160%, potrebbe non essere sostenibile. Se le riforme strutturali non faranno miracoli nel medio termine la crescita attesa rimarrà bassa, come scritto nel Def. Prima o poi questa considerazione dovrà entrare anche nelle parole delle rappresentanze politiche che sembrano inclini a declinare il "whatever it takes" di Draghi in "whatever he gives": dacci tutto quello che puoi. Era necessario e giusto dare aiuti sommari nel 2020, ma l'impatto debole che quegli aiuti stanno avendo sulla crescita mostra che questo metodo non può essere la strategia. Nonostante un disavanzo enorme nel 2020 e nel 2021, il rimbalzo italiano dalla recessione sarà più basso di quello atteso negli altri Paesi. Ci vorranno tre o quattro anni per recuperare il reddito perduto, un percorso purtroppo più simile al lento recupero delle economie del Terzo Mondo che a quello delle economie avanzate.

L'aumento dei risparmi privati italiani forse non è interamente ascrivibile all'impossibilità di spendere durante il lockdown, ma anche al fatto che i sussidi sono arrivati talvolta a chi non ne aveva bisogno o a chi non ha la fiducia necessaria per investire. Queste dinamiche creano dei circoli viziosi: più i risparmi eccedono gli investimenti e più lo Stato si indebita. Il punto di rottura è quando si capisce che il livello dei tassi d'interesse sarà superiore al tasso di crescita. Questo è il rischio da considerare. La domanda è quindi se siamo entrati in un "mondo nuovo", nel quale il risparmio è così abbondante da mantenere i tassi d'interesse vicino a zero oppure se le cose possono

cambiare. Pochi giorni fa, alcuni economisti del Fmi (Adrian, Goel, Malik e Natalucci) hanno osservato che dall'inizio del 2021 il rendimento dei titoli del Tesoro decennali americani è cresciuto di 70 punti base. Solo in parte questo aumento è dovuto alle attese di una crescita economica più forte del previsto o ai nuovi piani di spesa di Biden. Un'altra parte è dovuta al rischio di aumento dell'inflazione. I Treasury bond influenzano i prezzi di tutte le attività finanziarie globali e, di riflesso, in Europa c'è già stato un aumento dei tassi, anche se per ora solo di metà rispetto a quello americano. Il rendimento delle obbligazioni pubbliche è composto da una parte reale che è un'approssimazione della crescita economica attesa e un'altra parte che è il riflesso delle aspettative di inflazione. In più chi acquista quei titoli vuole una compensazione per il rischio che le stime attuali di crescita e inflazione si rivelino sbagliate nel tempo. Analizzando i movimenti di queste componenti negli ultimi mesi si può capire che chiedendo rendimenti più elevati i mercati stanno scontando un aumento dell'inflazione per i primi anni e poi un miglioramento della crescita nei successivi. Se la valutazione è corretta, sarà importante che

l'Italia regga i prossimi tre-quattro anni e li usi per agganciare la ripresa globale che si rafforzerà. Una situazione tutto sommato non impossibile in assenza di altri eventi traumatici. Se si guarda ancor più nel dettaglio, tuttavia, si vede che i timori più rilevanti riflessi

L'opinione

66

**Le prospettive dell'Italia dipendono dal livello dei tassi d'interesse. E i segnali in arrivo dagli Stati Uniti non sono rassicuranti**

nell'aumento dei tassi americani riguardano il rischio di sottovalutare un'accelerazione dell'inflazione nei prossimi mesi e anni. Quella dell'accelerazione dei prezzi a fronte di un forte stimolo fiscale è ciò che George Akerlof chiama il "segreto del tempio keynesiano" che per decenni si era tenuto nascosto e che tuttora è una possibilità, ma certo non una regola. Per ora le condizioni monetarie negli Usa restano ancora molto accomodanti, con tassi reali negativi; ed è difficile immaginare aumenti dei tassi di policy entro i prossimi due anni. Ma il mercato del lavoro presenta proprio quelle condizioni "neokeynesiane" di segmentazione che stanno facendo aumentare i prezzi in alcuni settori più di quanto non scendano in altri. Inoltre, il mondo attuale ha una stratificazione di realtà finanziarie tale da non rendere chiaro il rapporto delle quantità monetarie con l'inflazione. I mercati finanziari hanno valutazioni estreme e ciò potrebbe causare uno shock, prima o poi. Un irrigidimento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti avrebbe conseguenze forti in Europa. Il problema è che le conseguenze sarebbero diverse da Paese a Paese. È facile immaginare che i membri più rigoristi del board della Bce non si faranno scappare l'occasione di una bella disputa teorica dietro la quale nascondere legittimi punti di vista nazionali. Già qualche fremito viene dai banchieri centrali olandese e tedesco. Probabilmente entro giugno si vedrà più chiaramente dove vogliono parare. D'altronde, i sistemi pensionistici e bancari di diversi Paesi europei hanno bisogno di rendimenti più alti per reggere, inoltre le economie più salde avranno presto un tasso di crescita tale da giustificare una normalizzazione del costo del credito. A quel punto, la Bce dovrà bilanciare le due esigenze, frenare l'accomodamento finanziario, ma evitare traumi al mercato dei titoli del debito pubblico. Né facile, né invidiabile. L'Italia osserverà tutto ciò dalla prima fila.

© RIPRODUZIONE RISERVATA



Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.