

FALCHI & COLOMBE

TASSI IN RISALITA E INCOGNITE SULL'INFLAZIONE

di **Donato Masciandaro**

Quest'anno l'autunno, oltre alla caduta delle foglie, porta la salita dei tassi di interesse. Le banche centrali dei Paesi avanzati stanno decidendo quando e come iniziare la normalizzazione monetaria.

Risalita dei tassi e dubbi sulla natura dell'inflazione

Falchi & Colombe

**LE STROZZATURE
DAL LATO
DELL'OFFERTA NON
AIUTANO A CAPIRE
SE L'AUMENTO
DEI PREZZI
È STRUTTURALE**

In ciascuna di esse, inclusa la Bce e la Fed, ci saranno due nodi da sciogliere: l'aumento dei prezzi da cosa dipende? Ed è temporaneo? Falchi e colombe già stanno affilando gli artigli. Da gennaio ad agosto 22 banche centrali dei Paesi emergenti

hanno innalzato i tassi. Ma nei Paesi emergenti la scelta è stata semplificata da tre fatti.

- 1 La banca centrale ha di fronte una crescita dell'inflazione che appare strutturale;
- 2 Lo strumento del tasso è spesso l'intervento più efficace che ha a disposizione;
- 3 Anche innalzando i tassi, il loro aumento è minore dell'inflazione effettiva; quindi il tasso di interesse reale, che è quello ritenuto rilevante per sostenere la crescita economica, continua a essere ampiamente negativo.

Prendiamo l'Uruguay, che peraltro da febbraio è membro dell'Ocse. La sua banca centrale ad agosto innalzò i tassi di interesse dal 4,5% al 5%, e mercoledì scorso li ha ulteriormente alzati di 25 punti base. Con una inflazione al 7%, la Banca centrale uruguaiana può essere ragionevolmente tranquilla, se la preoccupazione è quella di non avere una politica monetaria troppo restrittiva.

Il caso dei Paesi avanzati è diverso. Giovedì scorso le banche centrali di Nuova Zelanda, Polonia e Islanda hanno alzato i loro tassi di interesse. Mentre per la banca centrale neozelandese è il primo aumento dopo 7 anni, e per quella polacca il primo



Superficie 20 %

dopo quasi 10 anni, per quella islandese è il terzo dall'inizio dell'anno. Cosa hanno in comune le tre banche centrali? Almeno due cose: l'aumento dell'inflazione, intrecciato con l'incertezza della natura di questo aumento. Ed è questo intreccio che ciascuna banca centrale dovrà valutare, e decidere se e come modificare l'orientamento finora espansivo della politica monetaria, tassi di interesse inclusi. Perché per una banca centrale capire la natura del fenomeno inflazionistico è fondamentale per stabilire in che direzione muoversi. E oggi la comprensione della crescita dei prezzi è più difficile del solito, perché stiamo uscendo da una recessione "speciale", quella pandemica. La recessione pandemica ha avuto una origine non economica, e ha simultaneamente congelato sia l'offerta che la domanda aggregata. La ripresa economica si sta caratterizzando per una serie di strozzature dal lato dell'offerta: trasporti, manodopera, costi delle materie prime. Ora, quando l'inflazione è innescata da tali fattori, tipicamente una banca centrale aspetta, per capire se il fenomeno è temporaneo o meno. La prudenza serve a rinviare una scelta che può implicare uno spiacevole dilemma: una restrizione monetaria può evitare che l'aumento dei prezzi venga incorporato nelle aspettative, consolidandosi; allo stesso tempo, però, può far crescere il rischio di una ricaduta dell'economia in una situazione di stagnazione. Troviamo questo approccio nelle parole di Mario Draghi, quando nel 2016, da presidente della Bce, osservava che, in presenza di shock dal lato dell'offerta, le banche centrali si astengono dall'intervenire, temendo di creare effetti macroeconomici controproducenti. Ed è lo stesso approccio che troviamo nelle parole di Christine Lagarde dello scorso settembre, con cui segnalava sì un aumento dell'inflazione, ma anche le ragioni per cui tale aumento può essere considerato temporaneo. Due giorni fa, la pubblicazione del resoconto dell'ultima riunione del consiglio Bce ci ha fatto intendere che sul tema i governatori non sono affatto unanimi, con i falchi preoccupati di una sottostima dei rischi inflazionistici. Stesso dibattito sta avvenendo all'interno della Fed. L'approccio di Lagarde è quello di far parlare i dati, *cum grano salis*. Staremo a vedere.

© RIPRODUZIONE RISERVATA