



# IL REBUS DELL'INFLAZIONE

GIORGIO DI GIORGIO\*

A dieci anni dalla crisi finanziaria globale che scosse fortemente il sistema economico mondiale, e richiese risposte straordinarie da parte delle autorità di politica monetaria, fiscale e di regolamentazione e vigilanza, non v'è dubbio che uno dei puzzles ancora irrisolti riguarda l'andamento del tasso di inflazione nelle maggiori economie industrializzate.

Nel secondo dopoguerra, l'inflazione, infatti, non è mai stata così bassa così a lungo andare; nè caratterizzata da una tale ridotta volatilità. Nel 2014-2015, inoltre, nell'Eurozona, la deflazione ha effettivamente colpito alcuni paesi e i timori di una deflazione generalizzabile all'intera area non sono stati affatto trascurabili, misurabili in una probabilità implicita che ha raggiunto, in alcuni mesi, punte del 30-40%.

Negli USA, dopo ingenti manovre di espansione quantitativa, terminate a fine 2014, che hanno quintuplicato la dimensione del bilancio della Federal Reserve, il tasso di inflazione "core" rimane ancora inferiore al 2%, e la dinamica salariale, nonostante un tasso di disoccupazione ai minimi storici, moderata.

Nell'area dell'Euro, a distanza di ormai 3 anni dall'avvio del programma

---

\* Università LUISS Guido Carli - [gdg@luiss.it](mailto:gdg@luiss.it)



di acquisto di titoli di natura diversa da parte della Banca centrale europea, e a 4 anni dall'introduzione di tassi di interesse nominali negativi, l'inflazione "core" è ancora stabilmente al di sotto dell'1%, e il tasso di inflazione non mostra una dinamica convincentemente e stabilmente indirizzata a raggiungere l'obiettivo della politica monetaria dell'Eurozona (un tasso di inflazione nel medio periodo prossimo ma inferiore al 2%).

A fronte di queste dinamiche, è naturale che gli economisti si interrogino sulle cause di un fenomeno che non sembra tipico di uno o due paesi, ma abbastanza generalizzabile. Alcuni sostengono con forza l'idea di cause profondamente strutturali della bassa inflazione, connesse sia agli avanzamenti tecnologici e della produttività, che alla globalizzazione degli scambi. È innegabile che parte della storia possa essere veritiera. Le catene del valore internazionali, cioè la parte di valore aggiunto contenuta nei prodotti finali di beni e servizi non riconducibili all'origine domestica degli stessi, sono aumentate moltissimo, seppure hanno sperimentato una forte frenata, e un parziale ritracciamento, negli ultimi anni, anche in seguito al riemergere di tensioni e spinte protezionistiche indotte proprio dalla crisi. La raffinata logistica di operatori come Amazon, o la forza distributiva di giganti come Walmart, possono ugualmente aver avuto un ruolo nell'imporre una disciplina competitiva mondiale a pieno vantaggio dei consumatori finali. Ma è difficile negare che questi fenomeni non fossero comunque presenti anche nella seconda metà degli anni novanta e negli anni del nuovo millennio immediatamente precedenti lo scoppio della crisi finanziaria.

Altre cause sono probabilmente anche al lavoro. Come sostenuto ad esempio, in un recente seminario in LUISS, dal Vice Direttore Generale della Banca di Italia, Fabio Panetta, non possiamo escludere che anche fattori ciclici mantengano l'inflazione al di sotto dei livelli considerati desiderabili dalla Banca centrale. Se così è, l'impostazione ancora espansiva della politica monetaria è del tutto giustificabile e potrebbe risultare necessario, e auspicabile, difendere le 3 P menzionate dal Presidente Draghi in relazione all'orientamento della politica monetaria nell'Eurozona: Prudenza, Pazienza, Persistenza (o Perseveranza).

Il principale fattore ciclico che mantiene l'*output gap* deriva da un mercato del lavoro, nell'area dell'euro, caratterizzato da tassi di disoccupazione in media inferiori al 9% e quindi non sostanzialmente diversi dai livelli precedenti la crisi del 2007, ma in cui la qualità del lavoro si è ridotta molto. Alcune stime indicano che il tasso di disoccupazione aggiustato per la qualità dei lavori disponibili (e quindi calcolato in unità standard di lavoro piuttosto che sulla semplice base del numero di lavoratori) sarebbe



di molto superiore, dato il ruolo di molti contratti a tempo determinato, *part time*, interinali etc..

Allo stesso tempo, un altro fattore frenante è rappresentato dal consolidamento di aspettative di inflazione bassa molto radicate nel settore privato, sia tra le famiglie che le imprese. Essendo le aspettative di inflazione una componente determinante dell'inflazione attesa, indurre una percezione diversa e attese di inflazione in recupero negli operatori del sistema economico sembra una delle sfide più rilevanti per la gestione della politica monetaria oggi. La bassa inflazione sembra percepita dalle imprese non più come una anomalia, ma come un qualcosa con cui convivere, nonostante l'approccio ultracomodante della Banca centrale. Si pensi, anche, che solo il 20% dei contratti di lavoro, a fine 2016, erano indicizzati *ex ante* all'inflazione attesa, date le aspettative di una inflazione futura molto contenuta.

In conclusione, i prossimi trimestri saranno, con elevata probabilità, caratterizzati da inflazione bassa e politica monetaria ancora accomodante; per iniziare un percorso di normalizzazione della condotta della Banca centrale europea occorrerà attendere, quasi sicuramente, il passaggio di consegne da Mario Draghi al nuovo Presidente, tra più di un anno. Speriamo che quest'ultimo non decida tuttavia di modificare l'orientamento della BCE esclusivamente per motivazioni di distinzione e segnalazione di cambio di rotta. Nel primo semestre di quest'anno, i fondamentali dell'eurozona sono ancora del tutto compatibili con le scelte espansive correnti e anticipabili della nostra Banca centrale.