

ESPANSIONE MONETARIA E STABILITÀ DEI PREZZI NEL LUNGO PERIODO. EVIDENZE DAI TITOLI DI STATO

di Vincenzo D'Apice, Carlo Milani
31 luglio 2009

L'intensità e la durata della crisi finanziaria ha spinto tutte le maggiori economie del mondo a adottare politiche fortemente espansive. Gli interventi di maggiore entità si sono registrati in Usa, UK e Giappone; ma anche l'Europa non è stata a guardare. Nel medio termine, le pressioni deflazionistiche saranno certamente superiori a quelle inflazionistiche.

Ma, nel lungo periodo, il forte incremento del deficit pubblico e dell'offerta di moneta da parte delle maggiori Banche centrali, i cui bilanci si sono fortemente dilatati, potrebbero far saltare l'ancora delle aspettative di inflazione(1). I motivi sono principalmente due. Primo, per sostenere un debito pubblico in netta crescita, i governi potrebbero favorire contesti inflazionistici per trarre vantaggio dalla cosiddetta tassa da inflazione. Secondo, ancor più rilevante, le politiche monetarie molto espansive adottate dalle Banche centrali potrebbero minacciare la loro credibilità nella lotta all'inflazione, soprattutto per l'apparente perdita di autonomia rispetto alle ingerenze della politica (si veda al riguardo Buiter su vox.eu del 25 marzo 2009). Ma cosa ne pensano i mercati? La stabilità dei prezzi nel lungo periodo è a rischio? Per rispondere a questa domanda siamo andati ad osservare gli spread governativi tra i tassi nominali e quelli indicizzati all'inflazione. Prendendo a riferimento titoli a scadenza ventennale, abbiamo isolato l'effetto delle attese di inflazione a lungo termine sui rendimenti delle obbligazioni governative(2). Nel grafico 1 sono riportati i suddetti spread per gli Usa e per l'Area euro(3). Per comodità di rappresentazione i differenziali sono stati ribasati ponendoli pari a 100 a partire dal 1° gennaio del 2007, prendendo come riferimento un periodo antecedente la crisi finanziaria internazionale, esplosa poi nell'agosto del 2007, in cui comunque le attese inflazionistiche di lungo termine scontavano l'effetto delle alte quotazioni delle materie prime. Dal grafico 1 si può osservare come, fino a settembre 2008, gli spread sono stati stabili negli Usa, ma crescenti nell'Area euro, tanto da spingere la BCE a un aumento del tasso di policy nel luglio 2008. Con l'avvitarsi della crisi finanziaria, a seguito del fallimento di Lehman Brothers (15 settembre 2008), gli spread in esame hanno evidenziato andamenti nettamente decrescenti. La crisi, e il conseguente impatto sull'economia reale, ha infatti indotto i mercati a scontare una riduzione del tasso d'inflazione di lungo periodo. L'impatto, come era prevedibile, ha riguardato soprattutto gli Stati Uniti in cui il differenziale tra rendimento nominale e quello indicizzato all'inflazione ha subito, all'apice della crisi, una riduzione di oltre il 100%. In altri termini, i mercati sono arrivati a scontare uno scenario deflazionistico di lungo periodo negli Usa. È interessante notare che un'inversione di tendenza si è registrata, sia in Usa che nell'Area euro, in corrispondenza del 26 novembre 2008, giorno in cui la Commissione Europea annunciò il varo del piano di azione europeo contro la crisi per 1,5 punti percentuali di Pil, piano la cui entità (€200 miliardi) sembra aver sorpreso anche i mercati finanziari. L'intervento di politica economica annunciato dai paesi europei ha probabilmente indotto i mercati a ritenere gli stimoli fiscali efficaci per il rilancio dell'intera economia globale, con riflessi attesi su un maggior tasso d'inflazione anche negli Usa. Con specifico riferimento agli Stati Uniti, dal grafico 1 si riscontrano altre fasi di particolare interesse in cui lo spread in esame si è dilatato. Un salto molto pronunciato si è avuto in corrispondenza del 20 gennaio 2009 (punto A del grafico 1), giorno di insediamento di Barack Obama. Gli annunciati interventi di sostegno all'economia reale (che poi si attesteranno a circa 700 miliardi di euro) e alla industria finanziaria, da parte del neo presidente degli Stati Uniti, hanno presumibilmente spinto i mercati a scontare un'ulteriore risalita dell'inflazione di lungo periodo. Un altro salto è osservabile intorno al 9 marzo 2009 (punto B del grafico 1), giorno in cui Citibank ha annunciato positivi risultati di bilancio nella prima parte dell'anno. La migliore intonazione di una delle principali banche retail americane, tra le più colpite dalle svalutazioni, ha lasciato probabilmente presagire una fuoriuscita dalla crisi in tempi più rapidi rispetto al previsto. Tale mood è stato poi ulteriormente confermato agli inizi di maggio 2009 con la presentazione dei risultati degli stress test sulla solidità patrimoniale delle banche americane (punto C del grafico 1). Grafico 1

Nonostante gli eventi appena descritti, che hanno determinato un'inversione di tendenza nelle attese inflazionistiche di lungo termine, va sottolineato come, agli inizi di luglio 2009, negli Usa lo spread tra rendimenti nominali e quelli indicizzati all'inflazione sia di circa il 35% inferiore rispetto al livello osservato nel gennaio di due anni prima. Viceversa, nell'Area euro si osserva un valore dello spread pressoché in linea con quello osservabile agli inizi del 2007. In definitiva, sembra che i mercati ritengano credibili i ripetuti annunci, da parte dei banchieri centrali, di restrizione monetaria una volta che l'economia riprenderà a crescere. In effetti, gli strumenti di credit easing e quantitative easing adottati fino ad ora sono facilmente riassorbibili. Ecco perché dall'analisi delle attese inflazionistiche di lungo termine non sembra per il momento fondato il rischio che le politiche economiche fortemente espansive abbiano compromesso la stabilità dei prezzi di lungo periodo. In particolare, tale rischio sembra essere piuttosto lontano negli Usa, in cui il tasso d'inflazione atteso oggi è ben lontano dal più basso livello osservabile prima della crisi. Ciò ci induce a ritenere che vi siano ulteriori spazi per altri interventi di sostegno all'economia e ai mercati bancari che se ben congegnati non dovrebbero compromettere la stabilità dei prezzi al consumo negli Usa nel lungo termine. Viceversa, nell'Area euro i margini di manovra della Bce e dei governi nazionali sembrano essere più ristretti. La cautela con cui la Banca Centrale Europea sta gestendo questa crisi sembra essere giustificata dal rischio di perdere il controllo della stabilità dei prezzi nel lungo periodo, cosa che comunque i mercati finanziari al momento sembrano escludere.

1. S. Johnson and J. Kwak "The Radicalization of Ben Bernanke" The Washington Post (5 aprile 2009). 2. Va detto che l'andamento del differenziale tra il rendimento nominale e quello indicizzato potrebbe essere influenzato dal diverso grado di liquidità dei due titoli (solitamente il titolo con rendimento nominale evidenzia un maggior volume di contrattazioni).

3. Abbiamo approssimato l'Area euro con la Francia, poiché non esiste un bond per l'Eurozona, oltretutto indicizzato all'inflazione. Abbiamo considerato l'OAT francese, e non il BTP indicizzato, in quanto i titoli governativi della Francia registrano, tendenzialmente, un maggior volume di contrattazioni. Comunque, anche utilizzando come benchmark dell'Area euro i BTP si ottengono tendenze del tutto equivalenti a quelli ottenibili con i titoli governativi francesi.