

## Eravamo quattro amici al bar A ruminare sull' ... inflazione

Non erano “quattro amici al bar che volevano cambiare il mondo”. Certe illusioni appartengono ad un'epoca che qualcuno di loro ha vissuto, ma che non intendono ripercorrere. I quattro amici erano temprati dalla praticità dell'esperienza o dal conforto della teoria. Potevano solo condividere qualche riflessione che li aveva individualmente aiutati ad assumere sfide professionali che implicavano, per lo meno, l'illusione di capire il mondo. Per il loro confronto attorno ad un tavolino nella calura estiva di fine luglio, rinfrescata da una leggera brezza della sera, avevano naturalmente scelto di parlare di un parametro economico: l'inflazione. Discorsi di economisti? Certo, l'economia c'entra. Tutti e quattro svolgevano attività in questo ambito, chi come manager, chi come giornalista, chi come professore. Ma in realtà il loro pensiero andava oltre: l'inflazione è una metafora della vita. I prezzi salgono o scendono seguendo impulsi umani, legati alla psicologia

dell'individuo, ma che, messi assieme, diventano fenomeno collettivo, sociologico. E come se non bastasse il tutto si complica per il ruolo delle istituzioni che dovrebbero semplificare ciò che è in sé complesso, favorendo o restringendo le disponibilità del singolo. “È stato molto difficile - dice l'anziano manager - capire la psicologia delle persone, ma sostanzialmente ci sono riuscito piuttosto bene. La vera difficoltà è inquadrare i fenomeni collettivi perché possono portare a distorsioni nelle intelligenze. Prendiamo un esempio concreto. La scelta delle banche centrali di fissare un obiettivo d'inflazione (*inflation targeting*): tanto più queste sono credibili nel prevedere i tassi d'interesse, tanto meno il mercato si abituerà a pensare. E se il mercato dovesse perdere l'abitudine a pensare, immaginate i guai che potrebbero nascere a fronte di quanto già accade oggi che pensa ... Il mercato sarebbe assolutamente impreparato di fronte a improvvisi *shock*. È la stabilità che

produce instabilità, direbbe forse Keynes”. Abituato a gestire grandi imprese, il manager conta molto sul metodo. Di recente ha ritrovato parte delle sue riflessioni in un libro di Anna Carabelli<sup>1</sup>, che analizza proprio la metodologia di Keynes. Per l'autore della *Teoria generale*, l'oggetto dell'analisi economica “non è quello di fornire una macchina, o un metodo di manipolazione cieca, che fornirà una risposta infallibile, ma di dare a noi stessi un metodo organizzato e ordinato di pensare a problemi particolari”. Quindi l'economia “è una branca della logica, un modo di pensare, piuttosto che una scienza pseudo-naturale”, un apparato di ragionamento probabile.

Il riferimento alla probabilità ha subito acceso la sensibilità del professore abituato ai numeri della statistica, ma pronto a complicarsi l'esistenza scegliendo di riferirsi all'incertezza. “Quando ero più giovane - precisa - ho studiato l'incertezza per anni: non il rischio, ma l'incertezza. Furono Keynes e Knight ad occuparsene circa cento anni fa. In una situazione di rischio, siamo in grado di fare inferenza statistica. Con

l'incertezza di Knight non siamo neanche in grado di calcolare le probabilità degli eventi”. Ma malgrado questa precisazione, il professore sceglie comunque i numeri per rispondere al giornalista che nel frattempo si era inserito nel dibattito affermando che “obiettivi formalmente rigorosi (il 2% d'inflazione come il 60% di debito di maastrichtiana memoria) sono livelli arbitrari che andrebbero rivisti quasi giorno per giorno”. Il professore propone quindi uno “scherzo dei numeri”, che era in voga nelle banche d'affari americane verso la fine degli anni Ottanta. Considerando un tasso di crescita del PIL al 5,2%, il rapporto deficit/PIL al 3% e quello debito/PIL al 60%, ebbene, una volta che a noi vengano date due qualsiasi di queste condizioni, la terza segue in un'economia senza crisi o recessioni. “Queste regole del pollice – continua il professore – venivano utilizzate per prezzare il debito dei paesi sudamericani in un'epoca in cui non c'era la scienza dei dati. Sono stime molto ottimistiche. Se la crescita fosse dello “zero-virgola” (non del 5,2%), le implicazioni sui rapporti di debito sarebbero catastrofiche. È forse il modello

---

<sup>1</sup> Anna Carabelli, *Keynes on Uncertainty and Tragic Happiness*, Palgrave Macmillan, Londra 2021.

alla base di questi calcoli ad avere generato le regole europee (l'idea del burocrate sconosciuto interpellato da Mitterand non ha senso)".

Tutta questa teoria ha provocato la reazione riflessiva e un po' sconcertata di una giornalista in ascolto, accorta, ma non specializzata su temi economici: "Come le mucche – dice – ho bisogno di ruminare quanto sentito, perché per liberarsi del latte prodotto (due volte al giorno), questi animali hanno bisogno di un processo che deve essere vissuto nella calma, nel riposo e nel silenzio". Ma l'anziano manager vuole entrare nel vivo del dibattito e lancia una nuova provocazione: "Per non farci mancare nulla in tema d'inflazione: è possibile – interroga - che i paesi più colpiti sarebbero quelli a minor debito pubblico? E che potrebbero quindi chiedere alla Banca centrale europea (BCE) di ridurre le manovre espansive?". Sono mesi che segue le prese di posizioni concernenti una probabile fiammata inflattiva dovuta al ritorno della domanda post-pandemia. Ma la sensazione è che poi si torni, nonostante l'enorme liquidità iniettata nel sistema, al limite-obiettivo del 2%. Questo perché gli elementi non monetari che influenzano l'inflazione,

soprattutto le nuove tecnologie, dovrebbero riprendere il sopravvento. Il tema veramente attuale è: chi verrà beneficiato/colpito dalla fiammata? Beneficiari sarebbero i soggetti, gli stati in prima fila, più indebitati; colpiti quelli che lo sono meno o che non lo sono affatto. In Italia, che ha un rapporto debito/PIL che viaggia verso il 160%, la domanda è ancora incerta e l'inflazione è bassa (1,3% a maggio), mentre in Germania, che a fine anno dovrebbe avere un rapporto debito/PIL del 70%, l'inflazione è salita al 2,4% e la Bundesbank teme possa arrivare al 4%. Gli Stati Uniti con un tasso d'inflazione al 4,2% sono uno dei pochi paesi che vedrà erodere il suo debito che supererà comunque il 130% del PIL. Il navigato manager non fatica a immaginare che fra i paesi dell'Unione europea (UE) ci saranno tensioni. Chi, come l'Italia ha un'inflazione bassa, auspicherà che la BCE mantenga una politica espansiva. Mentre chi, come la Germania ha un'inflazione alta, chiederà che da espansiva la politica monetaria diventi neutra, per preparare la fase restrittiva quando la pandemia sarà alle spalle e la crescita economica si sarà consolidata. Sia la Federal Reserve sia la BCE hanno messo le mani avanti,

dichiarando che ritengono l'aumento dell'inflazione passeggero e che non avvieranno ancora la stretta. I mercati ci hanno creduto e per ora i tassi si sono mossi poco. Negli USA quello sul *bond* decennale è addirittura sceso. Il martello dei cittadini, che cominceranno a subire l'erosione dei loro redditi, inizierà ad abbattersi sui politici dicendo loro di intervenire. E la Germania non resterà silente.

Il professore ascolta. Secondo lui l'*inflation targeting* funziona molto bene, almeno in linea teorica. "Adottandolo – dice - le banche centrali riescono a condurre l'inflazione al *target* nel giro di qualche mese". Ma nel sistema europeo le cose si complicano perché l'*inflation targeting* richiede percorsi storici diversi da quello che esprime Francoforte. "Qui – continua l'accademico – non si tratta solo di spiegare che la BCE sta cercando di sostenere il debito pubblico in comune (e non solo). Se così fosse, si tratterebbe di una vera e propria violazione del trattato di funzionamento dell'UE. Il motivo è l'avversione alla deflazione. Se, come ci raccontano gli scienziati a proposito di coronavirus, stiamo per entrare in una quarta ondata, è molto verosimile che le

economie subiranno una contrazione alla quale creare opposizione. L'inflazione di questi mesi ha natura temporanea. Una quarta ondata di dimensioni simili alla terza ci condurrebbe (in media) a meno dell'1% in meno di un anno. I timori sono che se le economie dovessero avvitarci in una crisi prolungata, quell'1% potrebbe toccare zero. La deflazione (da domanda, quella che ovviamente sto considerando) innesca quei circoli viziosi che vogliamo evitare: deflazione implica debiti più elevati in termini reali e, quindi, maggiori crediti deteriorati e, quindi, maggiori difficoltà nel sistema creditizio e, quindi, minori prestiti e, quindi, ulteriore peggioramento della domanda aggregata e, quindi, maggiore deflazione. La banca centrale esiste per scongiurare questa catena diabolica".

Questo ragionamento indispettisce però l'altro giornalista che, confortato dalle sue certezze temprate nelle case del maggior rigore europeo (quella svizzera e quella tedesca) vuole subito riportare la campana al centro del villaggio. In tema d'inflazione i punti centrali sono due. Il primo – dice - riguarda gli obiettivi di fondo delle istituzioni di cui si sta parlando. Gli stati devono (dovrebbero) mirare a contenere il

debito pubblico nel lungo periodo, non ad aumentarlo, e questo nell'interesse di tutti i contribuenti e dell'economia nel suo complesso. Le banche centrali devono (dovrebbero) mirare alla stabilità dei prezzi, puntando all'inflazione zero senza scendere in territorio negativo. Ma, secondo lui, non è ragionevole "che le banche centrali fissino obiettivi di aumento dell'inflazione, anche quando non c'è deflazione". Il secondo punto, di cui si va perdendo memoria, è che "l'inflazione erode il potere d'acquisto, in questo senso è negativa, soprattutto per i salari e le pensioni; è negativa anche per i creditori, il cui danaro prestato perde valore reale, e di contro è in parte positiva per i debitori (che usufruiscono della perdita di valore del debito, pur subendo un quasi sicuro aumento dei tassi di interesse), con un meccanismo quindi di incentivo per ulteriori debiti (chi pensa male fa peccato, ma magari ci azzecca)". Da tutto ciò ne consegue che l'inflazione va accettata solo per la parte che è inevitabile in economie di mercato (movimenti di merci e servizi e riflessi di questi nei prezzi), ma va evitata per tutto il resto. "Se gli scambi globali, - conclude - le tecnologie e altri fattori consentono ad economie sviluppate di avere meno del 2% d'inflazione annua,

che cosa c'è di sbagliato? Direi anzi che è una conquista". Sarebbe quindi auspicabile che le banche centrali archiviasse prima o poi gli obiettivi di rialzi dell'inflazione.

L'anziano manager, dal carattere volitivo, comincia a perdere la pazienza: "Credo sia tempo di affrontare 'l'inflazione', come peraltro il PIL, con nuovi criteri ed in una visione più ampia, meno accademica e meno 'da contabili', anche un accenno ad un aumento delle tasse va considerato in questo contesto: se quanto incassato è dallo stato allocato correttamente, si rafforza il paese e non si toglie fiducia a chi vuole intraprendere e assumere rischi. Va anche considerato che il debito pubblico potrebbe non essere mai rimborsato: deve quindi essere esaminato nella prospettiva della sua sostenibilità perché gli interessi vanno pagati e non si può pretendere, tranne che in caso di disastri naturali, che certi paesi paghino le spese per assicurare il benessere di altri e che il Sud Europa continui a condizionare, con i suoi disavanzi, gli interventi della BCE sino a minarne l'indipendenza".

Il tema dell'inflazione è strettamente legato a quello delle materie prime e del petrolio in particolare. I paesi produttori,

come l'Arabia Saudita, e i produttori stessi, come Aramco, ENI, BP, Shell sono ben contenti che il prezzo salga. Ma, riconosce l'ex dirigente d'impresa che per esperienza conosce bene il settore, "allo stesso tempo sono attenti a non stimolare troppo la ripartenza dell'offerta dei paesi extra-OPEC e l'aumento degli investimenti nelle energie rinnovabili". In questa tensione di situano le incertezze sugli investimenti futuri, che hanno orizzonti di 20-30 anni, vista la difficoltà di prevedere la domanda a lungo termine. "Con l'incertezza – dice il manager – è quindi ipotizzabile uno scenario del mercato del petrolio (ma vale anche per altre materie prime) con prolungati altalenanti eccessi di domanda e, quindi, di alti prezzi che metterebbero a rischio le previsioni delle banche centrali che oggi vedono gli aumenti dei prezzi del petrolio e delle materie prime come un fenomeno passeggero". La conclusione dell'anziano manager è chiara e inappellabile: "L'inflazione è destinata a salire perché è un obiettivo, annunciato, delle banche centrali e non sarà un fenomeno passeggero. La vera domanda è: quanto rapidamente? E a quali livelli si situerà? E questo dipenderà molto dalla crescita annuale dell'economia che se sarà fra il

3% o il 4% permetterà di finanziare più facilmente i deficit dei singoli stati. Ma condivido che la deflazione è molto più pericolosa dell'inflazione".

Affascinato dal dibattito, un altro manager, gestore di patrimoni, decide d'intervenire, anche se l'ora è avanzata e molte cose sono già state dette. La teoria, per lui, è importante ma anche pericolosa: una scelta motivata da una visione sbagliata si traduce velocemente in dolorose perdite. "I mercati – dice – sono per essenza riflessivi e ideologici". Due termini che svegliano dal torpore di fine serata i colleghi. Che cosa significa "riflessivi" e "ideologici", non siamo certo qui a parlare di "anarchia e libertà", pensano all'unisono ricordando la canzone di Gino Paoli.

Il termine "riflessività" è di George Soros. Il famoso gestore di *hedge fund* ha sviluppato l'applicazione della teoria della riflessività del suo maestro, Karl Popper, ai mercati finanziari. Secondo questo approccio i valori di mercato sono spesso guidati dalle idee fallibili dei partecipanti, non solo dai fondamentali economici. In base a cicli di *feedback* riflessivi, le idee influenzano gli eventi e gli eventi influenzano le idee in una dinamica che può portare anche a profezie che si auto

adempiono<sup>2</sup>. Ma le idee, libere, spesso in contraddizione fra loro, si scontrano con il desiderio di coerenza di chi agisce nella società e quindi anche in quel sottoinsieme della società rappresentato dai mercati finanziari. C'è un continuo tentativo di organizzarle in maniera logica e razionale: le idee così strutturate diventano ideologia. La riflessività è il motore che modifica costantemente le ideologie, fino al punto di determinare nuovi paradigmi di pensiero. Il marxismo è stato uno strumento potente di logica organizzazione di idee che ha fortemente orientato il pensiero del ventesimo secolo. Ha resistito fino alla caduta del Muro di Berlino. Alla sua frantumazione ha anche contribuito il pensiero di Keynes. Forse proprio perché “dando a noi stessi un metodo organizzato e ordinato di pensare a problemi particolari”, ha attivato meccanismi di *feedback* che nel tempo hanno screditato l'ideologia marxista.

Il liberismo di Milton Friedman, che si è imposto subito dopo, esprimendo quella nuova organizzazione di idee promosse da Ronald Reagan e Margareth Thatcher,

è stato un altrettanto potente motore ideologico. Era talmente travolgente che il politologo Francis Fukuyama si permise di teorizzare che, con l'avvento della democrazia liberale, finivano addirittura le ideologie<sup>3</sup>. L'ideologia liberista ha sostenuto la finanziarizzazione dell'economia, la globalizzazione e la rinascita della Cina. Ma dopo la crisi finanziaria del 2008 nuovi effetti riflessivi, di *feedback*, hanno accelerato quel movimento costante di razionalizzazione di idee. Poi, nel 2020 è scoppiata la pandemia del COVID-19 scatenando un'altra ondata di azione-reazione che ha permesso alle economie mondiali di non lasciarsi annientare dal virus. Le banche centrali, grazie alla loro capacità di decidere e agire velocemente, sono state fautori di potenti cicli di *feedback* riflessivi. Hanno costruito una “narrativa” (anche il racconto è una costruzione razionale di idee) che si è imposta ai mercati. I vari *Quantitative Easing* (QE), cioè l'acquisto di obbligazioni, quindi l'immissione di liquidità nel sistema, ha permesso al mondo finanziario di salvarsi da sé stesso nel 2008 e poi di resistere al virus.

<sup>2</sup> George Soros, *Fallibility, reflexivity, and the human uncertainty principle*, “Journal of Economic Methodology”, Vol. 20, N. 4, 2013, pp. 309-329.

<sup>3</sup> Francis Fukuyama, *La fine della Storia e l'ultimo uomo*, Rizzoli, Milano 1992.

Permeati dalla *Modern Monetary Theory* (anche questa rappresenta una prima razionalizzazione di idee) le banche centrali hanno instillato nel mercato l'idea che si può intervenire con potenti iniezioni finanziarie fino a quando non parta l'inflazione. E se questa non sale, vuole dire che i *QE* non sono solo lo strumento per salvare il sistema, ma anche il mezzo moderno per finanziare una nuova economia digitalizzata e sostenibile a costo praticamente zero. Il COVID-19 ha obbligato anche gli stati ad intervenire direttamente con politiche fiscali che hanno completato quelle finanziarie. Il ritorno dello Stato e l'attivismo delle banche centrali creano movimenti riflessivi che stanno modificando il quadro ideologico di partenza, quello liberista. Un nuovo percorso di razionalizzazione di idee sta prendendo forma, ma non c'è ancora. Possiamo però individuare tre caratteristiche del divenire: il ritorno dello stato nell'economia, il ridimensionamento della globalizzazione attorno ai valori della sostenibilità (ambientale, sociale e di governanza), la potenza della digitalizzazione. Mentre i primi due sono intrinsecamente inflazionistici, il terzo, la digitalizzazione, è deflazionista. I nuovi scenari di razionalizzazione di idee, così

sembra, possono emergere solo in un contesto che non preveda eccessiva inflazione: per finanziare il nuovo, i tassi devono restare bassi. Questo è lo scenario "macro ideologico" che si sta delineando con il coinvolgimento delle banche centrali. Ma il COVID-19 ha rimescolato le carte. Il rischio intrinseco deflazionistico del virus (paralisi della domanda) è stato fortemente ridimensionato grazie alle iniezioni di liquidità e alle politiche fiscali. Il ritorno verso la normalità è una battaglia tra varianti del virus, vaccini, volontà di farsi vaccinare della popolazione e voglia di spendere dopo aver tesaurizzato i risparmi o averli messi in gioco nel mondo finanziario, magari con il *trading on line* o con le criptovalute. L'inflazione è una risposta ai *feedback* che sfociano dal percorso di normalizzazione. La narrativa delle banche centrali è quella di convincere il mercato che si tratta di far fronte solo a fiammate temporanee dovute a colli di bottiglia che si sono creati sul fronte dell'offerta. E i mercati sembrano crederci. Per questo, per ora, non si preoccupano troppo di quel 6,1% d'inflazione, registrata negli Stati Uniti nel secondo trimestre (livello mai più toccato dal 1980) o della crescita del 4,5% dell'inflazione *core* di giugno (il più alto dal

1990). Nell'Eurozona nemmeno l'inflazione sopra il 3% in Germania e il 2% nell'insieme creano particolari preoccupazioni. C'è da chiedersi se il mercato obbligazionario abbia smesso di pensare o se, semplicemente, crede alla narrativa della Federal Reserve e ai *feedback* della variante delta: il tasso del *Treasury* a 10 anni è sceso a 1.25% a luglio, perdendo 23 basic points (bps), la più grande discesa da aprile 2020. Questo contesto permette alle banche centrali di non avere troppa fretta con il *tapering* (la riduzione di acquisti di obbligazioni) e i mercati festeggiano anche se volteggiano a massimi decisamente preoccupanti secondo alcuni strumenti di misura (P/E). La Cina, verso la quale confluiscono gli attacchi dell'Occidente, è il fattore deflazionista (i suoi prodotti hanno contribuito ad abbassare i prezzi nel mondo). Volendo ridimensionarne il ruolo si apre uno scenario d'inflazione (bisognerà produrre di più a casa a prezzi più alti). La risposta della Cina è in corso: sta cercando di riprendere il controllo delle grandi società della digitalizzazione reintroducendo, in questo ambito, la concorrenza. Forse ha capito che è la variabile digitale la chiave che permetterà di contenere i costi e quindi permettere il

finanziamento della nuova economia tramite tassi bassi.

Dopo quest'ultimo intervento i quattro amici sono ormai stanchi. Decidono che, come le mucche, è tempo di ruminare queste riflessioni nel periodo di vacanze estive che li attende, almeno fino al Simposio di Jackson Hole del 26-28 agosto, quando i dirigenti delle grandi banche centrali del mondo si incontreranno per discutere, tra le altre cose, proprio d'inflazione e di politiche monetarie.