

di Oliviero Lenci
e Silvio Olivero*

I timori di un'imminente e vigorosa ripresa dell'inflazione, diffusi tra alcuni operatori, stridono di fronte ai tassi di crescita dei prezzi al consumo resi noti negli ultimi mesi, tutti prossimi allo zero e, recentemente, addirittura negativi. Il contrasto è ancora più evidente se si pensa che, non più tardi di qualche mese fa, la grande paura che incombeva sui mercati era rappresentata dalla deflazione, vale a dire il fenomeno esattamente opposto a quello temuto oggi. L'alternarsi di timori tanto diversi e di scenari così estremi, cui i manuali di macroeconomia dedicano normalmente le note a piè di pagina, rappresenta una misura dell'eccezionalità dell'attuale crisi.

Per capire le ragioni di chi oggi teme l'inflazione bisogna innanzitutto comprendere che cosa costoro intendano con tale parola. Se infatti la gran parte degli economisti chiama «inflazione» l'aumento generalizzato dei prezzi al consumo, altri la definiscono come l'aumento della quantità di moneta circolante nel sistema economico. Un esempio di questa idea di inflazione ci viene offerto da Marc Faber, noto analista e investitore, in una sua recente dichiarazione che qui riportiamo: «L'aspetto subdolo dell'inflazione, intesa come crescita della quantità di moneta e della disponibilità di credito, è che colpisce i prezzi delle diverse attività, con diversa intensità e in momenti differenti. Dunque mentre in un anno si potrà avere un'enorme crescita del prezzo dell'oro, l'anno seguente potranno crescere fortemente i prezzi delle case, poi potrebbe essere il turno dell'argento e successivamente dei prodotti agricoli, poi ancora dei salari o delle azioni. Non sapremo mai in anticipo quale attività darà i migliori rendimenti: questo è il contesto ideale per i grandi speculatori e per le persone più vicine al potere. L'inflazione trasferisce ricchezza dalla classe media e dei lavoratori a quelle più facoltose, come è successo negli ultimi 25 anni».

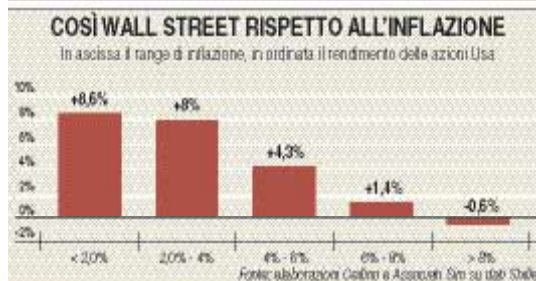
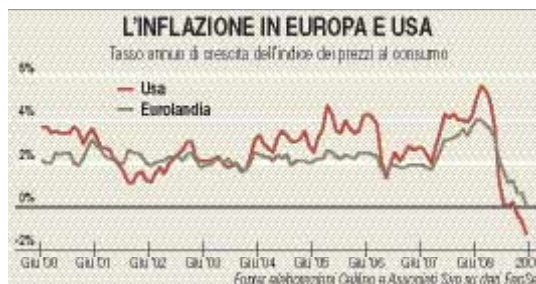
Dunque la crescita della massa di moneta circolante, determinata dalle politiche espansive recentemente adottate dalle banche centrali, è già essa stessa inflazione, secondo la definizione cui aderisce Faber. La crescita generalizzata dei prezzi, che invece ancora non si è osservata, ne sarà, sempre secondo Faber, una conseguenza inevitabile, che si realizzerà nel prossimo futuro seguendo il percorso disordinato e infausto da lui descritto. Che la politica monetaria espansiva possa portare nel lungo termine al manifestarsi dell'inflazione è cosa riconosciuta; che possa anche portare crescita economica stabile è questione invece oggetto di dibattito. Tuttavia, a proposito dell'attuale congiuntura, ci sembra che si possano condividere due affermazioni: la prima è che le banche centrali non avevano

SCENARI In passato il mercato azionario è riuscito quasi sempre ad assorbire l'inflazione. Anche per questo gli attuali timori su un'eventuale impennata dei prezzi sembrano eccessivi. Come segnalato anche dal mercato dei bond

Se la borsa batte il carovita

alternative all'espansione monetaria, di fronte alla spaventosa crisi di fiducia derivante dal fallimento di Lehman Brothers. La seconda è che non è il caso di lasciarsi la testa prima del dovuto, poiché i banchieri centrali avranno tutto il tempo di fare marcia indietro, non appena, osservati i primi segnali di ripresa economica, il rischio di inflazione diverrà reale. Per il momento dunque non ci sembra che il rischio di inflazione possa essere considerato attuale: ne siamo persuasi in virtù dell'elevato tasso di disoccupazione e dell'ingente capacità produttiva inutilizzata, osservabili sia negli Usa sia in Europa, fenomeni che costituiscono una solida barriera alla crescita dei prezzi, anche nell'auspicabile ipotesi di una robusta ripresa della domanda aggregata.

Il mercato obbligazionario, sul quale è possibile misurare le attese di inflazione, sembra esprimere un parere analogo al nostro. Una misura delle attese del mercato circa l'inflazione futura, infatti, è data dalla differenza di rendimento tra i titoli di Stato che offrono tassi nominali e quelli indicizzati all'inflazione: essa costituisce infatti il sovrarendimento preteso da chi, sottoscrivendo titoli non indicizzati all'inflazione, se ne vuole mettere al riparo. Il grafico rappresenta l'andamento di questo differenziale, talvolta indicato come *break-even inflation*, calcolato per i titoli di Stato Usa decennali: in esso dunque si può leggere l'andamento storico delle attese di inflazione di lungo termine. La *break-even inflation* è stata, fino al settembre del 2008, piuttosto stabile, oscillando tra il 2,1 e il 2,8%, valori in linea con la «normale» inflazione osservata negli ultimi anni negli Usa, dove i prezzi al consumo negli ultimi vent'anni sono cresciuti a un tasso annuo del 2,6%. Tutto



ciò significa che il mercato si attendeva livelli di inflazione futuri simili a quelli del passato. Il fallimento di Lehman Brothers e la paura che l'economia mondiale sprofondasse in depressione si sono manifestati in un azzeramento del differenziale, testimoniando che il timore di deflazione fu effettivamente percepito dai mercati. Attualmente il differenziale, di po-

co inferiore al 2%, sta ritornando verso i livelli precedenti il fallimento di Lehman Brothers: si tratta di uno dei tanti segnali di normalizzazione dei mercati finanziari che si osservano di questi tempi, ma certamente non si sta registrando alcuna attesa di imponenti fenomeni inflazionistici. Dunque il pericolo inflazione rimane per il momento sulla carta, ma non va

sottovalutato poiché costituisce, come si è detto, una delle possibili vie d'uscita dall'attuale fase di crisi, in particolare quella che si realizzerebbe qualora le banche centrali non fossero sufficientemente pronte nell'invertire la rotta delle proprie politiche monetarie.

Merita quindi osservare l'andamento dei mercati azionari in relazione all'andamento dei prezzi al consumo, per verificare la spesso evocata capacità delle azioni di porre al riparo dall'inflazione il capitale degli investitori. Si osservi il grafico riferito al mercato americano: per costruire gli istogrammi si sono raggruppati i rendimenti annui reali dei decenni intercorsi dal 1881 a oggi in cinque distinte classi basate sull'inflazione media annua osservata nel corso del decennio, considerato che per ciascuna classe è stata calcolata la media di tutti i rendimenti azionari in essa ricompresi.

Come si può osservare, la capacità delle azioni di difendere dall'inflazione appare confermata. Il rendimento reale del mercato azionario è decrescente al crescere dell'inflazione e risulta ancora rilevante per decenni caratterizzati da un'inflazione media compresa fra il 4 e il 6% (livelli decisamente superiori a quelli consueti). Persino nel caso di decenni caratterizzati da inflazione assai elevata (compresa fra il 6 e l'8%) il mercato azionario riesce a battere l'indice dei prezzi e a realizzare una performance reale superiore all'1% annuo. Solo nei pochi decenni di vera e propria grande inflazione (superiore in media all'8% annuo) il mercato azionario, sia pur di poco, non è riuscito a battere la crescita dell'indice dei prezzi. (riproduzione riservata)

* Presidente e Ufficio studi
Cellino Associati sim