

## Produzione ferma, liquidità illimitata: attenzione al ritorno dell'inflazione

Di inflazione non si parla più da anni, piuttosto era la deflazione ad essere la protagonista dell'economia degli ultimi decenni. Ma complice la crisi economica indotta dal Covid-19 (-11,2% il Pil italiano nelle previsioni della Commissione Ue) i problemi legati all'inflazione potrebbero tornare a galla. E subito tornano alla mente i fantasmi della Prima Repubblica, quando l'inflazione era un tratto inconfondibile del panorama italiano. Nel 1980 si arrivò a toccare il 21,2%, e un mutuo casa costava il 25%.

All'epoca si susseguivano interventi drastici ma insufficienti, poiché la nostra lira continuava ad essere sballottata nel mare magnum dei mercati, soggetta a continue svalutazioni (che peggiorano la situazione) nonché a speculazioni come quella di George Soros del 13 settembre 1992 quando la nostra moneta perse il 7,7% (e molto di più nei giorni successivi finché non fummo espulsi dal sistema europeo dei cambi). Solo negli anni 2000, grazie all'euro, alla globalizzazione e alla moderazione salariale, l'inflazione è crollata. Dal 2013 ad oggi non è mai stata superiore all'1,2% e anche quest'anno dovrebbe restare intorno allo zero.

Ma ora, come si legge sulle colonne de *l'Espresso*, la tendenza potrebbe invertirsi di nuovo, mette in guardia un sempre più numeroso gruppo di prestigiosi economisti, in coincidenza con la ripresa post-Covid e non solo per una questione di ciclicità storiche. Se torna l'inflazione a guadagnarci sarà solo lo Stato perché ricomincerà ad incassare la “tassa dell'inflazione”, arrivata negli anni ruggenti al 12% del Pil. “Il debitore-Stato guadagna se la moneta si svaluta perché lui ha in mano titoli emessi con tassi bassi tipo i Btp”, spiega Giampaolo Galli, docente di Economia politica alla Cattolica, “che però nel corso degli anni perdono valore perché tutta la 'griglia' dei tassi tende a salire se la banca centrale alza gli interessi per contrastare l'inflazione. Lo Stato continua a pagare poco il suo debito, chi ci rimette è il risparmiatore perché i titoli verranno rimborsati a fine periodo al valore nominale cui però corrisponde un valore reale, cioè corretto con l'inflazione, più basso”. Dunque, a parte Stato e debitori, per tutti gli altri l'inflazione è una sciagura: toglie valore alle attività, ai depositi bancari, agli stipendi, al potere d'acquisto, alla concorrenzialità, alla produttività. Ma perché oggi tenderebbe a salire? per una lunga serie di motivi, tutti collegati alla recessione post-Covid.

“La forza che più di qualunque altra aveva provocato l'abbattimento dei prezzi in Italia come nel resto dell'Occidente, cioè la globalizzazione”, spiega Brunello Rosa della London School of Economics “ha conosciuto

uno stop violento. Le catene internazionali del valore si stanno spezzando e non è detto che vengano ripristinate in futuro. Inoltre, la scarsità di offerta di beni e servizi dovuta al crollo prolungato della domanda causato dal Covid e dai lockdown potrebbero portare all'aumento di una lunga serie di prezzi, molti dei quali sono nel paniere dell'inflazione".

Senza contare, avverte Kenneth Rogoff, il guru di Harvard, che "la moderazione salariale così importante nel domare l'inflazione, può venire meno nell'era della de-globalizzazione per il cambiamento dei rapporti di forza nel mercato in un contesto peraltro di minor crescita". Mentre Claudio Borio, responsabile del dipartimento economico e monetario della Banca dei regolamenti internazionali di Basilea (Bri), la banca centrale delle banche centrali, pur premettendo che "nel breve termine è probabile che prevalgano pressioni disinflazionistiche", conferma: "C'è un indebolimento delle catene internazionali del valore che era già iniziato prima della pandemia, con la tendenza a trincerarsi all'interno dei confini. Se la tendenza diventerà strutturale, le forze lavoro e le imprese recupereranno almeno una parte del potere perso. Parallelamente, in tutto il mondo il debito pubblico è molto cresciuto, anche qui seguendo e accelerando un trend già esistente". Proprio per questo, spiega Borio, "è probabile che i governi cerchino di opporsi ad un aumento dei costi di finanziamento: sarà essenziale che le banche centrali resistano alle pressioni e si attengano ai propri mandati, altrimenti l'inflazione potrebbe ripresentarsi, per di più in un contesto di bassa crescita, un'eventualità da evitare assolutamente".

Parliamo della temutissima stagflazione, ossia recessione più inflazione, uno scenario che si è presentato più volte in passato ("Anche negli anni '30 tutto si aggravò così", ricorda Rogoff) e che terrorizza le banche centrali perchè non sanno come aggredirla.

La ripresa della domanda contiene in sé un'insidia: "Se la recessione sarà davvero, come prevede la Commissione europea, a forma di V, con il vertice inferiore che corrisponde a queste settimane, la brusca ripresa della domanda coglierà impreparate fabbriche e servizi, ovvero l'offerta", analizza Wolfgang Munchau, editorialista principe del *Financial Times* e già direttore dell'edizione tedesca. Nemmeno lui ha fiducia nel riallacciarsi dei legami della globalizzazione dissolti nell'era Covid, anche alla luce delle crescenti tensioni fra Cina e Usa con i consolati chiusi a vicenda e le accuse di Trump a Pechino di aver creato il virus come arma contro l'America. Ma poi tocca un altro fronte: "Le banche centrali dovranno rapidamente rivedere i loro cospicui programmi di finanziamento delle economie". Questo è un punto di scontro centrale. La risposta alla crisi è

l'immissione di dosi massicce di liquidità nell'economia: la Fed supererà i 10mila miliardi di dollari nel solo 2020, e il Quantitative easing della Bce è stato rafforzato con il Pepp (Pandemic emergence purchase programme) che vale 1.350 miliardi da qui a giugno 2021. “Questo fiume di denaro resta il più delle volte 'dormiente’”, spiega Angelo Baglioni, economista della Cattolica. “Viene immesso nel sistema ma non finisce all'economia reale: per i vincoli regolamentari sempre più stringenti o per la carenza di domanda visto che gli investimenti proseguono con il contagocce già da prima del Covid, gli istituti di credito, destinatari degli acquisti della Bce, tengono i fondi fermi nei conti correnti presso le banche centrali anziché trasformarli in prestiti”. L'osservatorio sui conti pubblici dimostra in un report di metà luglio che il maxi-aumento di massa monetaria non ha “toccato terra”: “Fatto 100 il dato del 2006”, si legge infatti nel rapporto “a fine 2019 la base monetaria, cioè la liquidità creata dalle banche centrali, era pari a 412 nell'Eurozona, 418 negli Usa, 823 nel Regno Unito e 567 in Giappone. Ma il credito all'economia è salito a meno di 200: significa che il 'moltiplicatore della moneta', il rapporto fra denaro circolante e base monetaria, è crollato. Nell'Eurozona era pari a 8 dieci anni fa ed è sceso a 4 a fine 2019. Il crollo del moltiplicatore spiega perchè l'immissione di liquidità da parte delle banche centrali non si traduce in una rapida ripresa dell'economia”. E perchè non si crea inflazione, conferma Lorenzo Bini Smaghi, economista e banchiere. Che piuttosto mette in guardia: “Bisogna tenere d'occhio l'eventuale impennata dei consumi che deriverà dagli aiuti comunitari alle economie che potrebbero, come del resto è negli auspici, portare a più investimenti, assunzioni, e addirittura a miglioramenti salariali”. Innocenzo Cipolletta, direttore generale di Confindustria negli anni in cui l'inflazione galoppava, vede un altro rischio: “La diffusione dell'home working e la necessità di limitare i contatti finiscono per essere costi supplementari perchè va riorganizzato il lavoro, ed è realistico aspettarsi che il sistema industriale subisca una riduzione di capacità produttiva”. Anche nei servizi quando la domanda tornerà ai livelli pre-Covid ci sarà un possibile corto circuito: “Nei negozi si entra uno per volta, nei cinema c'è metà degli spettatori, treni e aerei viaggiano con passeggeri contingentati, ristoranti e hotel vivono le difficoltà che vediamo. Stesse spese ma meno fatturato, quanto durerà senza rialzi dei prezzi?”. Massimiliano Dona, presidente dell'Unione consumatori, è ancora più diretto: “Possono anche esibire tutti i dati che vogliono, ma il carrello della spesa è salito del 9% nei mesi del Covid. Se non possono entrare gli immigrati che raccolgono la frutta, il prezzo si impenna”.

Ed anche sui mercati finanziari se ne sono accorti: la JP Morgan prevede un petrolio a 200 dollari al barile nel 2025 per l'attuale crollo degli investimenti dovuto a prezzi viceversa troppo bassi, e il prezzo dell'oro, tradizionale preludio all'inflazione, è arrivato lunedì 27 luglio a 1944,71, il record di tutti i tempi. Qualcosa dovrà pur significare.

Inflazione è un termine che richiama fortemente gli anni Ottanta del secolo scorso, quando gli interventi mirati ad una sua riduzione erano innumerevoli pur dimostrandosi tutti, alla fine, inefficaci: il divorzio Tesoro-Banca d'Italia nel 1981 affinché si smettesse di finanziare la spesa pubblica a mani basse; il lodo Scotti nel 1983 con il quale i sindacati sospesero la contrattazione integrativa; l'accordo di San Valentino nel 1984, con cui si decise di abolire il punto unico di scala mobile.

Nulla da fare. L'inflazione continuava a flagellare senza sosta l'economia italiana, affossata dalle conseguenti svalutazioni competitive, che non facevano altro che peggiorare il quadro. Fino ad arrivare all'ultima umiliazione, nel 1992, quando l'Italia fu espulsa dal sistema europeo dei cambi e fu presa d'assalto dalla speculazione, iniziata da George Soros nel settembre di quello stesso anno.

Tutte vicende che sembravano ormai preistoria, lontanissime da un presente, iniziato negli anni Duemila, che vedeva l'inflazione ormai come uno spettro del passato, un vecchio arnese appartenente irrimediabilmente al Ventesimo secolo. L'appartenenza alla moneta unica, la globalizzazione, la capillarità all'estero delle catene internazionali del valore: tutto ormai concorreva a mantenere l'inflazione bassissima, tanto da far parlare in questi anni di un pericolo opposto, ossia la deflazione.

Poi, è arrivato il Covid-19 e tutto è nuovamente cambiato. Profondamente. La “nuova normalità”, oggi, è data da una produzione al rallentatore, una liquidità praticamente illimitata e un possibile improvviso ritorno della domanda di consumi il prossimo autunno che potrebbe far schizzare in alto i prezzi di beni e servizi. Il che sarebbe un colpo durissimo per risparmiatori, imprese e famiglie in una situazione già di per sé difficile. Il prezzo del lockdown, della produzione rallentata, della de-globalizzazione (già in atto ma oggi in impennata), del dissesto delle catene globali del valore e logistiche e – aggiungiamolo – della guerra fredda crescente tra Usa e Cina, potrebbe proprio essere il ritorno di un fenomeno che non si vedeva da decenni, l'inflazione.

L'aumento dei prezzi era già stato segnalato a maggio da associazioni di categoria e consumatori. Potrebbero essere le prime avvisaglie di un ritorno strisciante del fenomeno inflattivo, come anche l'aumento del prezzo dell'oro dimostra. L'aumento dei costi di produzione – a causa della sanificazione obbligatoria, dello smart working, del distanziamento sociale, delle rigide regole che ogni luogo di lavoro deve oggi osservare – e la diminuzione degli scambi commerciali tra Paesi, in un mondo meno interconnesso, potrebbero ridare slancio alle tendenze inflattive, che oggi covano sotto la cenere. Inoltre, è difficile prevedere lo scenario dal lato della domanda, che potrebbe continuare a stagnare oppure avere impennate improvvise in autunno. In questo quadro, si innesta l'immensa quantità di liquidità iniettata da tutte le banche centrali mondiali. Uno scenario complesso, in evoluzione, che potrebbe portare a sbocchi imprevedibili, come quello della “stagflazione”, se la recessione (come si teme) continuerà a protrarsi. Bisogna preoccuparsi dunque per un riaccendersi dei prezzi? Come visto, per risparmiatori, imprese e consumatori sarebbe una pessima notizia. Ma, d'altro canto, per il debito pubblico italiano potrebbe essere un sollievo: un aumento del valore nominale dei prezzi potrebbe alleggerire il peso del debito italiano.