

Le sorprese legate all'eccesso di liquidità

I dati in arrivo sull'andamento dell'indice dei prezzi al consumo (Cpi) nel mese di aprile hanno in qualche modo riaperto il dibattito sulla ripresa dell'inflazione negli Stati Uniti. L'indice Cpi headline è salito di ben il 4,2% su base annua (valore che non si registrava da inizio 2008) e quello core del 3%.

Nella giornata di annuncio di questi dati i timori di una stretta monetaria imminente da parte della Federal Reserve per raffreddare l'economia hanno alimentato massicce vendite sull'azionario, un aumento dei rendimenti sui titoli di Stato a medio-lungo termine e un apprezzamento del dollaro sulle principali valute. Eppure, a ben guardare, le aspettative di rialzo dei tassi non sono cresciute in modo significativo rispetto ai primi mesi dell'anno. A febbraio i rendimenti sui Treasuries a medio-lungo termine sono saliti molto di più di quanto accaduto da marzo in poi, e attualmente il dollaro si muove su un trend ribassista. Del resto, per molti analisti i recenti picchi dell'inflazione andranno ad esaurirsi entro l'autunno perchè i numeri di aprile risentono di fattori transitori tra cui l'effetto-base, cioè il confronto tra il livello corrente del Cpi e quello di un anno fa, quando i prezzi di beni e servizi particolarmente colpiti dalla pandemia erano crollati. Senza questo effetto, ad aprile l'incremento del Cpi sarebbe stato inferiore di oltre l'1%. A spingere in alto i prezzi sono anche i colli di bottiglia nelle catene di fornitura, dovuti allo stop-and-go provocato dalla pandemia. Durante il lockdown, nei settori dei beni non essenziali si faticava a smaltire le scorte e si puntava a svuotare i magazzini tagliando gli ordini alla produzione. Ne è derivato un logoramento delle scorte che si fa ancora sentire, pur con l'attuale normalizzazione della domanda.

Moltissimi beni scarseggiano (microchip, materie prime, cibo, auto usate), gli ordini da evadere crescono a velocità record e la logistica è in tilt, con rincari del 300% nei prezzi di noleggio dei containers. La maggior parte di queste criticità dovrebbe comunque dissiparsi in qualche mese, man mano che la produzione e la logistica torneranno ai ritmi pre-pandemici.

In futuro, la dinamica dell'inflazione dipenderà molto anche dalla misura in cui l'entusiasmo da riaperture e l'enorme stimolo fiscale voluto dal presidente Usa Joe Biden sfoceranno in maggiori consumi. Al momento gli americani stanno ancora tesaurizzando una quota elevata del loro reddito disponibile, ma il progressivo ritorno allo stile di vita pre-Covid potrebbe ridurre notevolmente la propensione al risparmio.

Da parte sua, la Federal Reserve ha fatto intendere di non essere particolarmente preoccupata. Questa posizione riflette bene la transizione a una politica monetaria tollerante verso periodi di temporanea overshooting (che è il superamento del valore di lungo periodo di una grandezza economica nel periodo di aggiustamento in risposta a uno shock esogeno) e che dà la priorità all'obiettivo della massima occupazione in una fase in cui il mercato del lavoro è ancora debole. Per questo motivo i mercati finanziari considerano poco probabile un aumento del costo del denaro entro fine anno. Non è però detto che non ci saranno sorprese prima di allora. La rapida crescita della liquidità in eccesso nel sistema finanziario sta creando forti pressioni al ribasso sui tassi a breve. Sinora la Fed ha reagito assorbendo parte di questa liquidità con operazioni pronti-controtermine inverse ma, se queste pressioni continueranno, una stretta potrebbe giungere già nel breve periodo per motivi che davvero poco hanno a che fare con i timori di un'inflazione eccessiva.

Ciò che accade negli Stati Uniti è destinato ad aver luogo anche in Europa. Questo è ciò che è quasi sempre accaduto e che potrebbe accadere anche con le tendenze inflattive che si registrano, sempre più forti, negli Usa. Anche il Vecchio Continente, in effetti, sta vivendo fiammate inflattive, provocate dalla diminuzione delle scorte, dagli aggiustamenti delle catene di fornitura, dal ritorno di una domanda più forte. Lo stesso dicasi per il fenomeno della amplissima liquidità iniettata dalle banche centrali. Soprattutto in America, la manovra super-espansiva voluta da Joe Biden spinge molti a pensare che, se vi sarà una stretta da parte della Fed, sarà più a causa di questo eccesso di liquidità che non per i trend inflattivi in sé, i quali, secondo la maggior parte degli analisti, sono causati da fenomeni di breve periodo, destinati ad estinguersi entro la fine dell'anno, così come di conseguenza l'inflazione. E in effetti, il fatto che tutti i riflettori, sia in America che in Europa, siano accesi sull'inflazione, mentre invece le banche centrali ostentano tranquillità, dovrebbe far riflettere. L'idea che circola a Francoforte e a Washington è che l'andamento dei prezzi al consumo è evidentemente un fenomeno temporaneo, che non andrà a intaccare in alcun modo le aspettative inflazionistiche. Di conseguenza, la politica monetaria può permettersi di trascurarlo. Il punto è che i prezzi continuano ad affrontare delle vere e proprie montagne russe, legate alle circostanze eccezionali

post-pandemiche mentre, allo stesso tempo, la politica monetaria ultra-espansiva dovrà iniziare a subire una restrizione. Sì, ma quando? In Europa i falchi già premono in questa direzione. Ma il fattore peculiare di questa fase continua ad essere l'incertezza, sia sulla ripresa economica che sulla situazione sanitaria. È vero che i progressi sono stati molteplici, e che i vaccini stanno apportando enormi miglioramenti, ma è pur sempre vero che fare oggi delle previsioni è ancora estremamente complicato perché le variabili in campo sono molteplici. E questa incertezza influenza sia l'offerta che la produzione di beni e servizi. E, di conseguenza, i prezzi (come quelli delle materie prime). E qui si scontrano falchi e colombe, su entrambe le sponde dell'Oceano Atlantico, per capire quale politica economica migliorerebbe l'attuale scenario: è giusto che continui ad essere super-accomodante, visto il quadro ancora debole? O non dovrebbe tornare ad essere più restrittiva, alla luce dell'esplosione dei debiti pubblici e privati? In base alla risposta che verrà data, dipenderà molto dei prossimi trend inflazionistici.