

# Il ritorno di un vecchio timore: l'inflazione

di Giorgio Ricchiuti

Non siamo ancora del tutto usciti dalla crisi pandemica che due altre sfide, in parte interconnesse, si sono presentate alle nostre porte: la guerra russo-ucraina e il ritorno dell'inflazione.

Queste sfide vanno ad aggiungersi alla crisi climatica e stanno determinando un cambiamento rilevante nello scenario economico mondiale.

## Che cosa è l'inflazione

L'inflazione è la **variazione percentuale di un indice dei prezzi**.

Solitamente l'indice dei prezzi considerato è l'indice dei prezzi al consumo (CPI). Per calcolarlo, si parte dall'individuazione di un paniere di beni acquistati da una famiglia tipo del Paese preso in considerazione: per esempio, la pasta e la pizza per l'Italia; le ciambelle e i pancake per gli Stati Uniti. I singoli beni sono pesati considerando quanto vengono mediamente consumati. Individuato il paniere e considerando i prezzi dei beni, si calcola il costo del paniere stesso e lo si compara con quello di un anno di riferimento (considerando quindi i prezzi per quei beni in quell'anno), chiamato anno base. Il rapporto fra i costi dei due panieri, moltiplicato per 100, definisce l'indice; la sua variazione percentuale è l'inflazione.

Avere un'inflazione positiva vuol dire che il costo di questo paniere è aumentato, perché sono aumentati i prezzi dei beni. Allo stesso tempo, avere un'inflazione positiva non vuol dire che tutti i prezzi aumentano della stessa percentuale (è un caso limite): alcuni prezzi potrebbero anche ridursi o, più normalmente, i prezzi crescono a velocità diverse.

## L'inflazione, oggi

L'alta inflazione è un fenomeno che oggi ci coglie un po' di sorpresa, perché non lo incontravamo da almeno trent'anni. Nei decenni successivi al crollo del muro di Berlino, infatti, il mondo è entrato nella cosiddetta "grande moderazione": la maggiore competizione internazionale, i salari reali stagnanti e una forte spinta all'aumento della produttività del lavoro, data dalla rivoluzione tecnologica e digitale, hanno consentito una crescita dei Prodotti interni lordi senza inflazione o con inflazione moderata. Un'attenta politica monetaria da parte delle banche centrali (la Banca centrale europea in testa) ha dato priorità all'obiettivo della **stabilità dei prezzi**, favorendo una convergenza di comportamenti e aspettative verso un'inflazione bassa e sostanzialmente stabile nel tempo.

Nel 2021 è cambiato tutto. Nella *Figura 1* sono riportati i tassi di inflazione per il periodo 1997-2022 per gli Stati Uniti e per l'Area Euro. Si nota che fino alla metà del 2021 i tassi di inflazione medi per entrambe le aree erano del 3%. È stato registrato un picco intorno alla crisi di inizio secolo, ma l'inflazione non aveva mai superato il 6% negli Stati Uniti e il 5% nell'Area Euro. È proprio all'**inizio del 2021**, con gli effetti "inflattivi" del programma fiscale del presidente americano Biden e delle politiche attuate dalla Federal Reserve (la Banca centrale americana) per rispondere alla pandemia, che si è riaffacciato lo spettro dell'inflazione.

Mentre all'inizio del 2021 gli economisti discutevano sulla temporaneità o sulla possibile persistenza di questo fenomeno, nel 2022 l'attenzione si è spostata sulle cause, sulle possibili risposte delle Banche centrali e sulle conseguenze di queste per l'economia mondiale.



**Figura 1:** Inflazione calcolata come variazione percentuale mese su stesso mese anno precedente (indice dei prezzi al consumo) per Stati Uniti e Area Euro. Fonte: FRED e ECB.

### Quali solo le possibili cause?

La causa scatenante è stata sicuramente l'**accelerazione della domanda mondiale** dopo le riaperture post Covid. Il successo dei vaccini ha dato un sospiro di sollievo a molti e, insieme alle riaperture, ha spinto famiglie e individui a uscire di casa, viaggiare e spendere, col sostegno di misure fiscali espansive e di politiche monetarie eccezionalmente accomodanti (tassi allo zero per cento e anche negativi). Tuttavia, la sola domanda non ci permette di spiegare appieno l'aumento dei prezzi.

### I "colli di bottiglia" della produzione globale

L'aumento della domanda si accompagna infatti all'esistenza di "colli di bottiglia" lungo le catene globali del valore, strozzature e inefficienze (in gran parte dovute al lungo stop imposto dalla pandemia a molte attività) che hanno rallentato la piena riattivazione della produzione a livello mondiale.

La pandemia ha mostrato i **limiti di un modo di produrre iperglobalizzato**, basato sul *just-in-time* (si produce sulla base della domanda attuale dei consumatori, senza accumulare magazzino) e sulla riduzione al minimo delle scorte di beni intermedi, ritenute un inutile immobilizzazione di risorse. Allo stesso tempo, la **frammentazione della produzione** a livello mondiale ha allontanato i luoghi della produzione di beni intermedi e quelli del consumo finali, rendendo tutta la rete produttiva mondiale soggetta a shock idiosincrici. Due sono gli esempi emblematici di questo periodo: il blocco della fabbrica giapponese Renesas e l'incidente alla nave Ever Given nel canale di Suez.

La prima è un'azienda leader mondiale di semiconduttori, prodotti rilevanti nella fabbricazione di tantissimi beni di consumo elettronici: webcam, pc, automobili, per fare qualche esempio. Nel febbraio del 2021 è stata colpita da un incendio, che ha reso ancora più difficile una produzione che aveva subito le chiusure per il Covid. Le scorte di semiconduttori, già esigue, si sono ulteriormente ridotte, rallentando l'intera produzione mondiale di beni elettronici, e determinando quindi un eccesso di domanda (per riduzione dell'offerta) e, di conseguenza, un aumento dei costi e dei prezzi.

In via complementare, il blocco del canale di Suez dovuto all'incagliamento della nave Ever Given nel marzo 2021 ha mostrato i limiti delle interconnessioni globali: alcune stime riportano che i ritardi alla logistica siano stati nell'ordine di una-due settimane.

Due piccoli eventi, sfortunati e marginali, hanno dato il via a un effetto domino che ha determinato un aumento nei prezzi degli input di produzione e quindi dei beni finali.

## Le politiche monetarie espansive

C'è un terzo elemento, legato intrinsecamente alla crisi pandemica, che potrebbe aver spinto in alto i prezzi: la **troppa moneta in circolazione** dovuta alla politica monetaria espansiva attuata dalle Banche centrali. I bassi tassi di interesse e ancor di più l'acquisto di titoli del debito pubblico perseguito dalle Banche centrali potrebbero aver generato un'ulteriore spinta alla domanda aggregata dando un contributo rilevante al ritorno dell'inflazione.

## Il costo della crisi climatica

Il quadro non sarebbe, tuttavia, completo senza considerare altri due elementi, legati alla crisi climatica: **l'aumento dei prezzi delle risorse energetiche** e il **costo della transizione ecologica**.

Del primo ci siamo accorti solo all'indomani dell'invasione dell'Ucraina, ma dai dati è evidente che il prezzo del petrolio stava crescendo già verso marzo del 2021, undici mesi prima dell'invasione. Il prezzo del petrolio era aumentato in concomitanza con la ripresa della domanda mondiale post Covid: tuttavia, per molti ricercatori, si trattava di un aumento strutturale da legarsi ai processi di transizione energetica dell'Agenda 2030. Nella prospettiva di un passaggio alle energie rinnovabili, molte aziende petrolifere hanno rallentato gli investimenti nella ricerca di idrocarburi, determinando in questo modo una riduzione dell'offerta: l'eccesso di domanda (maggiore domanda, minore offerta) che si è generato ha spinto in alto i prezzi energetici che si sono rapidamente trasferiti ai prezzi di tutti i beni, soprattutto di quelli che per essere prodotti richiedono più energia. Poi è arrivata la guerra in Ucraina, e tanti fattori di crisi strisciante, che portavano a una lenta accelerazione dei prezzi, sono divenuti esplosivi, portando il tasso d'inflazione nel 2022 oltre il 10% nella maggior parte dei Paesi dell'Organizzazione per la Cooperazione e lo Sviluppo Economico (OCSE).

## È un'inflazione da costi o da domanda?

Da quanto abbiamo detto è chiaro che l'inflazione è dovuta a un **mix di elementi di domanda e di offerta**. Un mix che, tuttavia, ha una composizione diversa in ogni Paese. In questi mesi sembra forte la dicotomia fra gli Stati Uniti, in cui l'inflazione è stata prevalentemente trainata dalla domanda, e l'Area Euro, in cui sono stati i costi energetici, anche a seguito del venir meno delle forniture russe, a spingere in alto i prezzi.

## Le risposte delle Banche centrali

La Banca centrale a muoversi per prima è stata quella americana. Gli aumenti dei tassi di interesse e l'abbandono di una politica monetaria espansiva sono stati molto rapidi. L'obiettivo era quello di fermare le aspettative di inflazione, per riportarla verso il 2-3% annuo. Dalla *Figura 1*, sembra che i primi effetti (almeno di un rallentamento dell'inflazione) siano già presenti nei dati. I primi mesi del 2023 ci diranno se gli effetti sono di medio periodo, oppure se la Federal Reserve dovrà aumentare ancora di più i tassi.

La Banca centrale europea, invece, si è mossa con un po' di ritardo e sta aumentando i tassi con più lentezza. L'inflazione è aumentata ulteriormente negli ultimi mesi ed è arrivata a superare il 10%, come si vede chiaramente dalla *Figura 1*.

## Problemi aperti

Il ritorno dell'inflazione porta con sé diversi problemi e rischi che vanno affrontati per tempo. Innanzitutto, per l'Area Euro, la presenza di Paesi (come l'Italia) con un **alto debito pubblico** evidenzia un *trade-off* fra l'aumento dei tassi per fermare l'inflazione e l'aumento del costo del debito che ne deriva, con la conseguente necessità per i governi di ridurre i deficit.

Allo stesso tempo, una stretta monetaria troppo forte potrebbe portare i Paesi in **recessione**, vanificando gli effetti espansivi di progetti come il Piano nazionale di ripresa e resilienza (PNRR), proprio nel momento in cui abbiamo bisogno di investire per velocizzare la transizione ecologica.

C'è poi il problema dei **salari**. Il rischio in caso di inflazione è quello, infatti, che essa interagisca con i salari richiesti dai lavoratori, producendo una spirale di azioni e reazioni che porta l'aumento dei prezzi ad autoalimentarsi: l'aumento dei prezzi dei beni di consumo spingerebbe i lavoratori a chiedere salari nominali più elevati per recuperare il proprio potere d'acquisto, inducendo un continuo aumento dei costi delle imprese,

che a loro volta scaricherebbero sui prezzi dei beni finali, causando ulteriore inflazione. Un pericoloso cortocircuito che l'Italia ha sperimentato già negli anni Settanta, quando l'inflazione non scese mai sotto il 10%. Questa volta non è accaduto: l'inflazione non si è tradotta, se non in misura ancora limitata, in un aumento dei salari. Rispetto agli anni Settanta sulle due sponde dell'Atlantico il mercato del lavoro è sicuramente meno rigido e, soprattutto nell'Area Euro, la disoccupazione è più alta e potrebbe giocare un ruolo calmierante almeno all'inizio. A ciò si aggiunga che l'aumento di efficienza legato alla digitalizzazione potrebbe favorire anche nel lungo periodo ulteriori guadagni di efficienza, frenando l'aumento dei costi. La crisi, anzi, ha permesso notevoli guadagni di efficienza, grazie a un'accelerazione dei processi digitali e all'abbattimento dei costi dovuti al remote-working.

Una buona notizia per l'economia? Dipende: la riduzione del potere d'acquisto di famiglie e lavoratori comporta una contrazione della loro domanda. È quello che abbiamo visto nel 2022 e che è previsto accadere nel 2023, quando tutti gli indicatori di crescita economica sono stati rivisti al ribasso.

Infine, come detto all'inizio, i prezzi non aumentano tutti alla stessa velocità e questo produce un cambiamento nei **prezzi relativi** (il rapporto fra i prezzi) che a cascata modificano le scelte di consumo e la produzione, determinando vincitori e vinti sui mercati globali.

### Che cosa possiamo aspettarci?

Sicuramente dovremo aspettarci delle Banche centrali attente, almeno nel breve periodo, più all'inflazione che alla crescita. L'aumento dei tassi di interesse da una parte porterà a maggiore stress sulla sostenibilità del debito pubblico e ridurrà i prezzi azionari; ma dall'altra migliorerà il margine di intermediazione delle banche commerciali. L'effetto finale è incerto e dipende dal livello che raggiungeranno i tassi. Il mix di alti tassi di interesse, la pressione sui deficit e debiti pubblici, la perdita di potere d'acquisto dei lavoratori e la variazione dei prezzi relativi porranno un problema alle disuguaglianze sociali, mettendo altra pressione sui governi e sulla tenuta sociale. La ripresa post Covid potrebbe essere rinviata rendendo ancor più difficile la transizione ecologica, vitale per le economie di tutto il mondo.