

22 giugno 2020

Il Sole **24 ORE**

# DEFLAZIONE GLOBALE, ECCO L'EREDITÀ DELLA PANDEMIA COVID

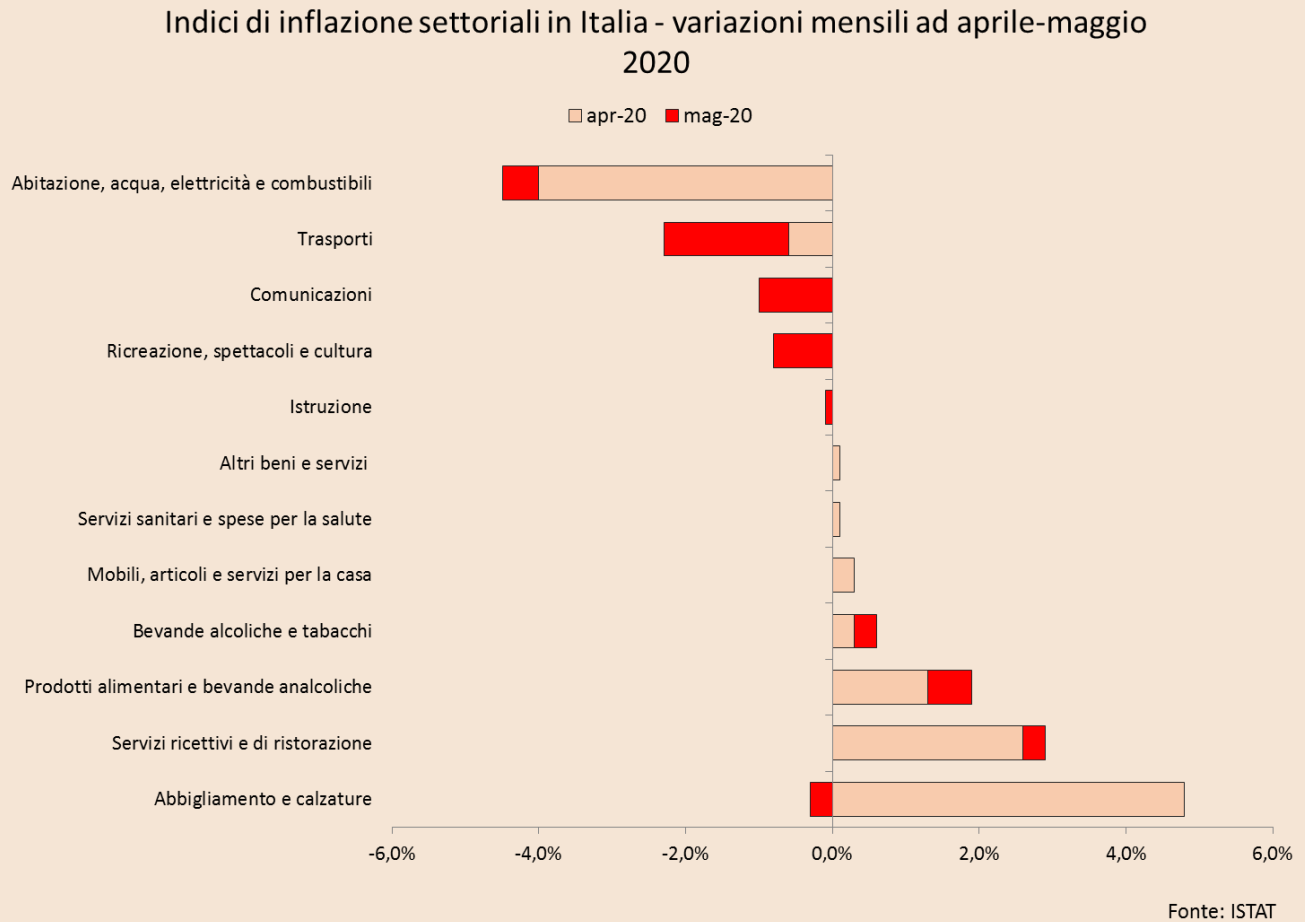
di Marcello Minenna

Nelle ultime settimane l'economia mondiale sta lentamente tornando on-line: ci sono segnali evidenti di ripresa dei consumi negli USA nonostante la minaccia pandemica costante ed altre importanti economie (tra cui quella inglese) stanno emergendo da un lungo *lockdown*. Durante il lungo fermo delle attività economiche in marzo ed aprile un fortissimo *shock* duale in termini di offerta e domanda si è riverberato ovunque nel mondo sui prezzi di beni e servizi, causando un *mix* di effetti contrastanti.

Da un lato è apparso innegabile un effetto deflattivo immediato dovuto al crollo dei prezzi dell'energia (un crollo del petrolio dai 50\$ medi al barile fino a 10\$ intorno alla fine di aprile) e all'arresto dei consumi privati al di fuori delle spese per beni di prima necessità; dall'altro si è delineato un fenomeno di forte inflazione sui beni alimentari, che ha avuto una connotazione globale. Si prenda *in primis* il caso dell'Italia (cfr. Figura 1).

A fronte di un lieve aumento del livello generale dei prezzi dello 0,1% mensile in aprile ed di una successiva diminuzione dello -0,2% in maggio, a livello settoriale si osserva un quadro eterogeneo. Le *utilities* e le spese associate ai trasporti hanno subito la contrazione maggiore (-4,5% e -2,3% rispettivamente) guidate dal calo dei prezzi dell'energia. Cali significativi si sono registrati nei settori delle comunicazioni e dell'intrattenimento, collegati essenzialmente ad un lentissimo riavvio delle attività a maggio, dopo la completa cessazione ad aprile.

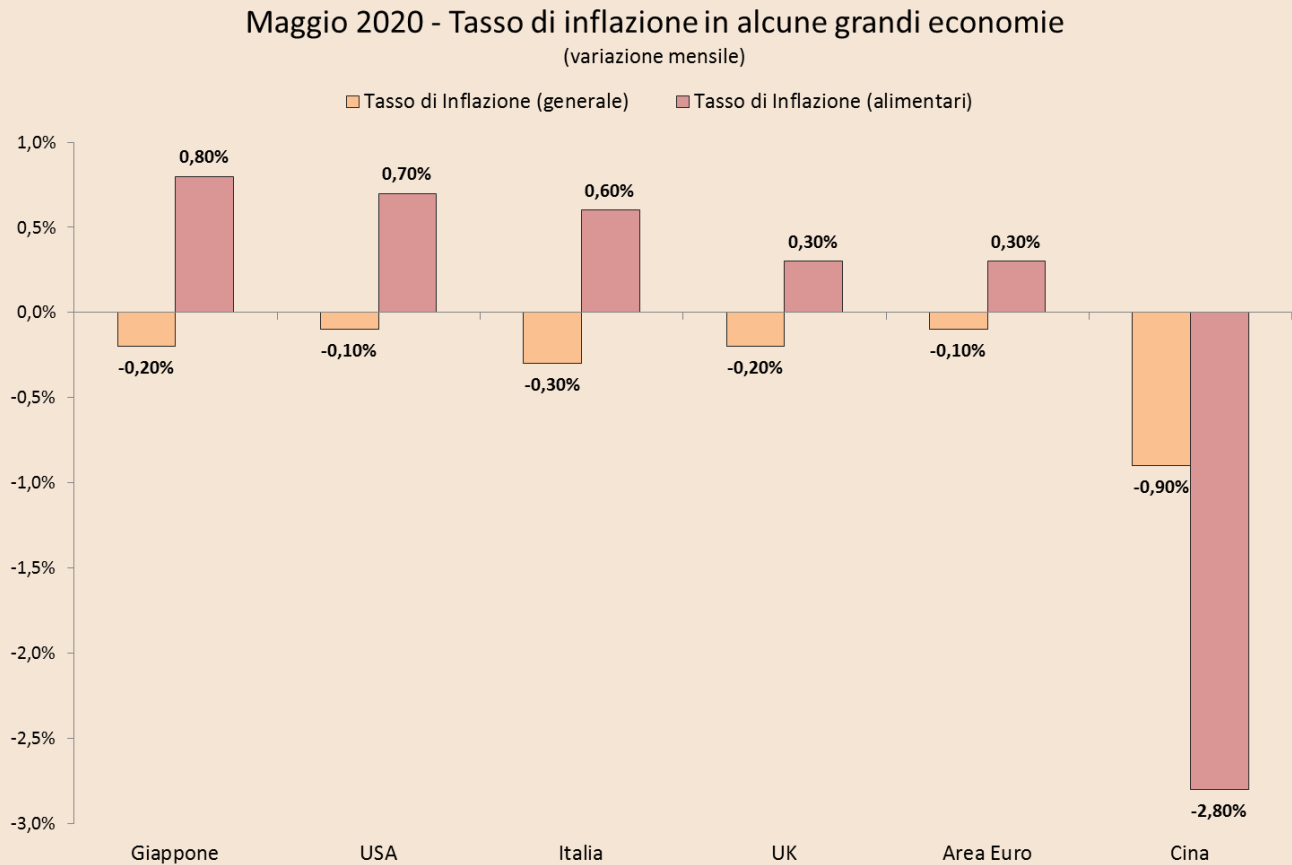
Figura 1



Sui beni essenziali invece si è riverberato un aumento dei prezzi via via più consistente, visibile con le riaperture; sorprendentemente non sono i beni alimentari a soffrire di più la pressione al rialzo, ma i servizi ricettivi e di ristorazione (+2,9%) ed il commercio di abbigliamento e calzature (+4,8%) dove l'aumento dei prezzi è a parziale compensazione dei ricavi mancati durante il *lockdown* e quelli che andranno persi per via di un'operatività ridotta delle strutture.

Allargando la prospettiva su scala globale (cfr. Figura 2), si può notare come il fenomeno di rialzo dei prezzi degli alimentari nonostante il contesto generale di inflazione negativa o nulla sia stato condiviso a maggio 2020 da tutte le principali economie industrializzate, ad eccezione della Cina.

Figura 2



Fonte: National Statistical Offices

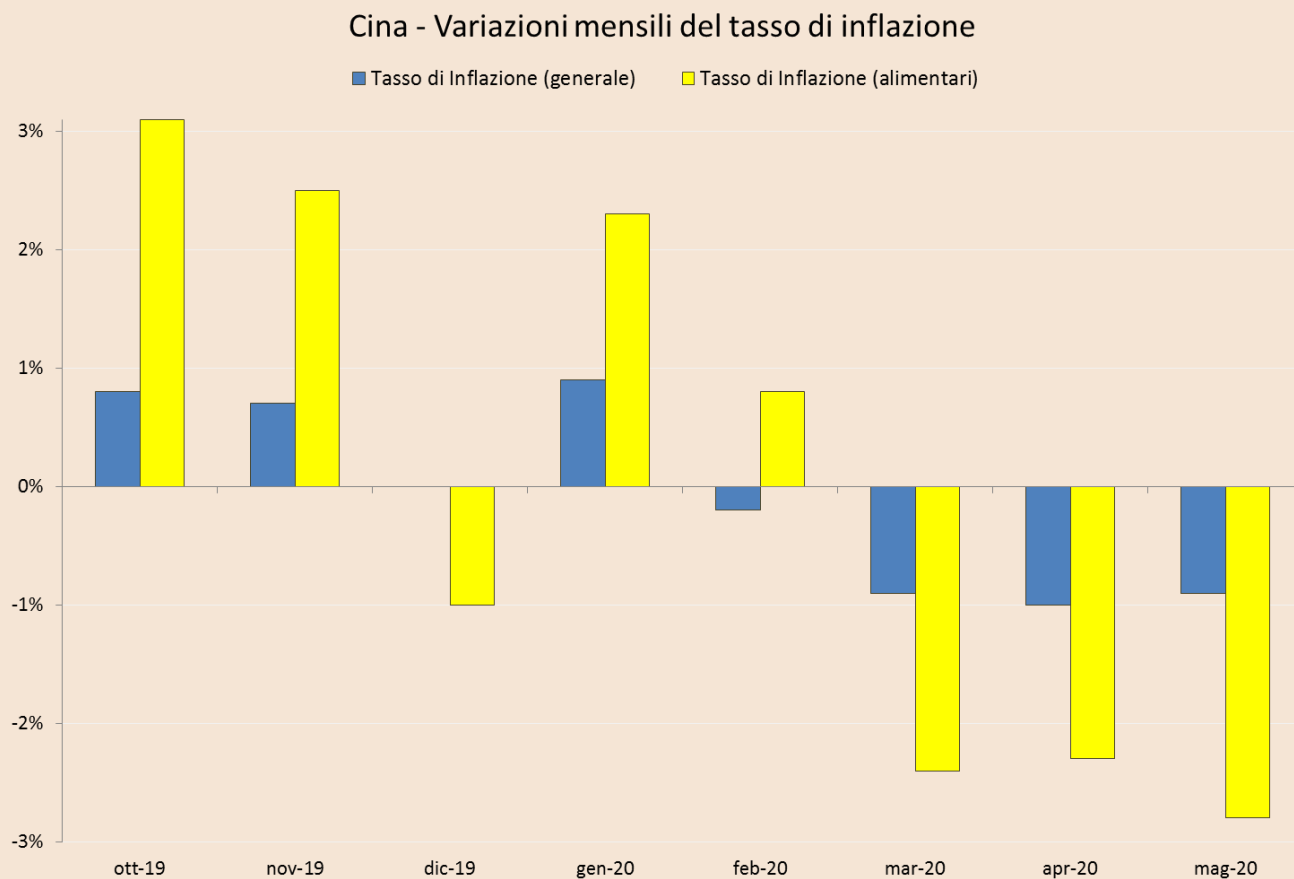
Ci sono diverse ragioni che spiegano l'inflazione sui beni di prima necessità: innanzitutto dal lato dell'offerta la filiera alimentare è stata tra le poche a non avere subito interruzioni nemmeno nelle fasi più drammatiche dell'epidemia in Europa e negli USA, sopportando problemi logistici e di ristrutturazione delle procedure secondo i nuovi protocolli di sicurezza. Questo ha comportato ovviamente un aggravio di costi che sono stati trasferiti a valle sul consumatore. Dal lato della domanda, si è scaricata sugli alimentari parte della propensione al consumo rimasta compressa, che in genere era rivolta su una più ampia scelta di beni, insieme a comportamenti prudentziali di aumento delle scorte.

Per capire o meno se l'aumento del prezzo del cibo sia solo un fenomeno transitorio dovuto al *lockdown* generalizzato oppure di qualcosa di più persistente, è utile osservare cosa è successo in Cina. L'economia cinese

rappresenta il “canarino nella miniera” per i Paesi sviluppati, dato che è emersa dal *lockdown* con circa due mesi di anticipo rispetto al resto del mondo. Dall’analisi dei dati (cfr. Figura 3) emerge come il fenomeno di “bolla” sui prezzi degli alimentari – peraltro già in atto in Cina da circa un anno per via della guerra commerciale con gli USA – si sia chiaramente esacerbato durante il *lockdown* duro di gennaio-febbraio 2020, con un *decoupling* tra il livello generale dei prezzi (in discesa) ed il forte rialzo del prezzo del cibo.

Tuttavia, è altrettanto evidente una forte discesa nei mesi successivi che ha beneficiato della riapertura agli scambi commerciali con gli USA (principale Paese esportatore di beni alimentari verso la Cina). Questo nuovo *trend* al ribasso ha ampiamente compensato i rialzi precedenti ed addirittura ora si osservano cali più che proporzionali rispetto al tasso di inflazione.

Figura 3



Fonte: National Bureau of Statistics of China

## LA DEFLAZIONE GLOBALE È ALLE PORTE

È innegabile che il *lockdown* abbia generato un impulso deflazionistico su scala globale guidato principalmente da uno *shock* sul lato dell'offerta. Il punto è capire ora come reagiranno le economie, e soprattutto i settori dei servizi *non-tradable*, al nuovo regime a "scartamento ridotto" imposto dalla generale adozione delle misure di distanziamento sociale. Se la capacità manifatturiera sembra essere in grado di tornare *on-line* relativamente in fretta, stante quanto osservato in Cina ed in Europa, la propensione al consumo degli operatori economici potrebbe essere l'anello debole della auspicata ripresa economica estiva.

La "nuova normalità" nei rapporti economici che sta prendendo forma in Italia e in Europa è tutto fuorché normale. La costante necessità di distanziamento ha un evidente impatto negativo sulla produttività sia della manifattura che dei servizi. La domanda resta compressa dai divieti di assembramento su larga scala quali concerti, congressi, eventi sportivi. L'aumento della disoccupazione, sebbene ancora tamponato dal massiccio utilizzo degli ammortizzatori sociali, sta colpendo duramente domanda e reddito netto.

Su tutto, domina l'incertezza sull'evoluzione dell'onda pandemica, che potrebbe prolungare la sua fase acuta in America Latina fino alla fine dell'estate, quando si riaffacceranno le giustificate preoccupazioni di una ripresa stagionale dei contagi in Europa. Ciò comporterà senza dubbio il rinvio di buona parte degli investimenti privati, a partire dall'acquisto di veicoli o altri beni di consumo durevoli da parte delle famiglie. Nel complesso, in questa fase sarà il calo della domanda a guidare l'andamento dell'inflazione, mentre si ridurranno i problemi sulle catene di fornitura globali.

Si è discusso sulla forte crescita dei prestiti bancari all'economia reale, che ha beneficiato degli schemi di espansione monetaria delle banche centrali. Nell'area Euro, i prestiti T-LTRO III (*Targeted Long Term Refinancing Operations*) della Banca Centrale Europea hanno registrato pochi giorni fa un'erogazione record (1.308 miliardi di €, la più alta di sempre) che dovrebbe auspicabilmente supportare la

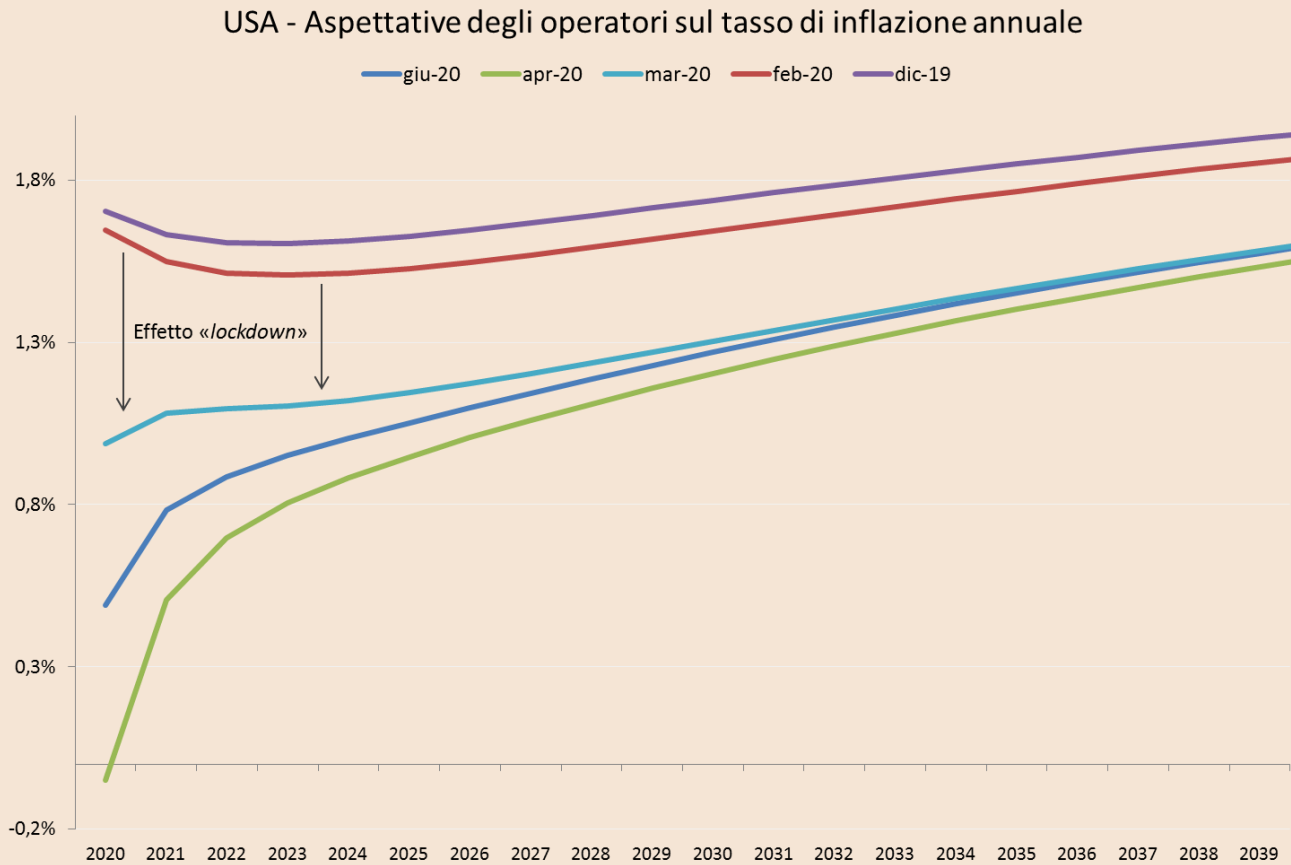
liquidità delle imprese con tassi di interesse negativi fino al -1%. Tuttavia è improbabile che questi prestiti possano avere un effetto di qualche tipo sul livello di inflazione. Tra aprile a maggio si è registrato nell'area Euro il più alto incremento del tasso di risparmio delle famiglie, salito fino al 33%; quest'aumento di disponibilità monetarie è ovviamente connesso con lo *stop* improvviso dei consumi e del contestuale flusso di ricavi delle imprese.

Di conseguenza i prestiti T-LTRO III, nel momento in cui arriveranno alle imprese, saranno usati per tamponare i mancati flussi derivanti dall'attività di *core business*; appare perciò poco probabile una qualsiasi influenza sul livello degli investimenti *corporate*.

Peraltro in uno scenario in cui l'economia scivola in deflazione, una crescita dell'indebitamento privato può di per sé aggravare la spirale discendente dei prezzi. Infatti se questi scendono il valore nominale dei prestiti tende a salire e dunque le imprese dovranno destinare proporzionalmente più risorse al rimborso del debito. La BCE potrebbe tentare di sterilizzare quest'effetto proponendo tassi ancora più negativi sui T-LTRO III, ma si tratterebbe comunque di compensazioni parziali.

Nel medio termine dunque lo scenario più probabile è quello di una deflazione globale, sperabilmente non troppo grave se le economie industrializzate riusciranno a rimbalzare sufficientemente dai minimi post-*lockdown*. Tutte le principali istituzioni monetarie internazionali riflettono queste aspettative nei loro *outlook*. Dai dati della *Federal Reserve* (FED), è possibile apprezzare il crollo delle aspettative di inflazione negli USA dai massimi di dicembre 2019: le prime avvisaglie della crisi in arrivo dalla Cina a febbraio 2020 (linea rossa, cfr. Figura 4) ed il capovolgimento di scenario imposto dal *lockdown* di marzo-aprile-maggio.

Figura 4



Fonte: Cleveland FED

## LE RAGIONI DI UN POSSIBILE RITORNO DELL'INFLAZIONE

Un'analisi completa del quadro macro-economico però impone di non ignorare che ci sono diversi fattori strutturali all'opera che potrebbero far covare l'inflazione "sotto la cenere", pronta ad esplodere al primo cenno di ripresa economica mondiale convincente. Gli stimoli fiscali e monetari varati dai governi e dalle banche centrali sono imponenti, e probabilmente destinati a durare a lungo. Il debito pubblico dovrebbe salire di un 20% a livello globale soltanto nel 2020, guidato da *deficit* record che in media si aggirano intorno al 10% dei PIL nazionali. Anche l'espansione monetaria delle banche centrali è senza precedenti ed è fondamentale diversa da quella avvenuta durante la crisi finanziaria del 2008-2009 e negli anni successivi.

Durante i cicli di espansione passati infatti, la base monetaria si è incrementata notevolmente ma lo stimolo è rimasto “ingabbiato” nel sistema bancario, alimentando la crescita delle riserve in eccesso. Stavolta si osserva un aumento massiccio (fino al +33% annuo negli USA) delle disponibilità monetarie delle imprese; si tratta di moneta ad alto potenziale fuori dal circuito bancario che entrerebbe immediatamente in circolo se le prospettive di fondo dovessero migliorare (ad esempio per l’arrivo di un vaccino efficace).

Paradossalmente l’economia globale non sarebbe pronta a supportare un simile *shock* positivo della domanda; attualmente infatti è in corso una consistente riduzione della capacità produttiva e dell’occupazione nei settori dell’energia, dei trasporti e del turismo che potrebbe generare delle forti strozzature nel caso di un improvviso ritorno della domanda.

Peraltro, se un impulso inflazionistico dovesse mai arrivare, il capitale politico necessario a contrastarlo con politiche monetarie e fiscali restrittive potrebbe essere inesistente. L’inflazione avrebbe il vantaggio non indifferente di alleggerire il peso enorme dei debiti pubblici; inoltre in un contesto di elevata disoccupazione da riassorbire, la probabilità di un rialzo dei tassi di interesse sarebbe sostanzialmente nulla. Dunque la fiammata dell’inflazione potrebbe trovare un contesto istituzionale favorevole per propagarsi indisturbata nel sistema economico.

Certo, a fronte dello spettro concreto di una deflazione prolungata, questo sarebbe di sicuro un male minore. Ben venga uno *shock* positivo alla domanda, ne abbiamo bisogno. Dell’eventuale inflazione ci occuperemo poi.

*Marcello Minenna, Direttore Generale dell’Agenzia delle Dogane e dei Monopoli*

*@MarcelloMinenna*

*Le opinioni espresse sono strettamente personali*