

27 settembre 2021

Il Sole **24 ORE**

LE OMBRE DELLA STAGFLAZIONE SULLA RIPRESA ECONOMICA GLOBALE

di Marcello Minenna

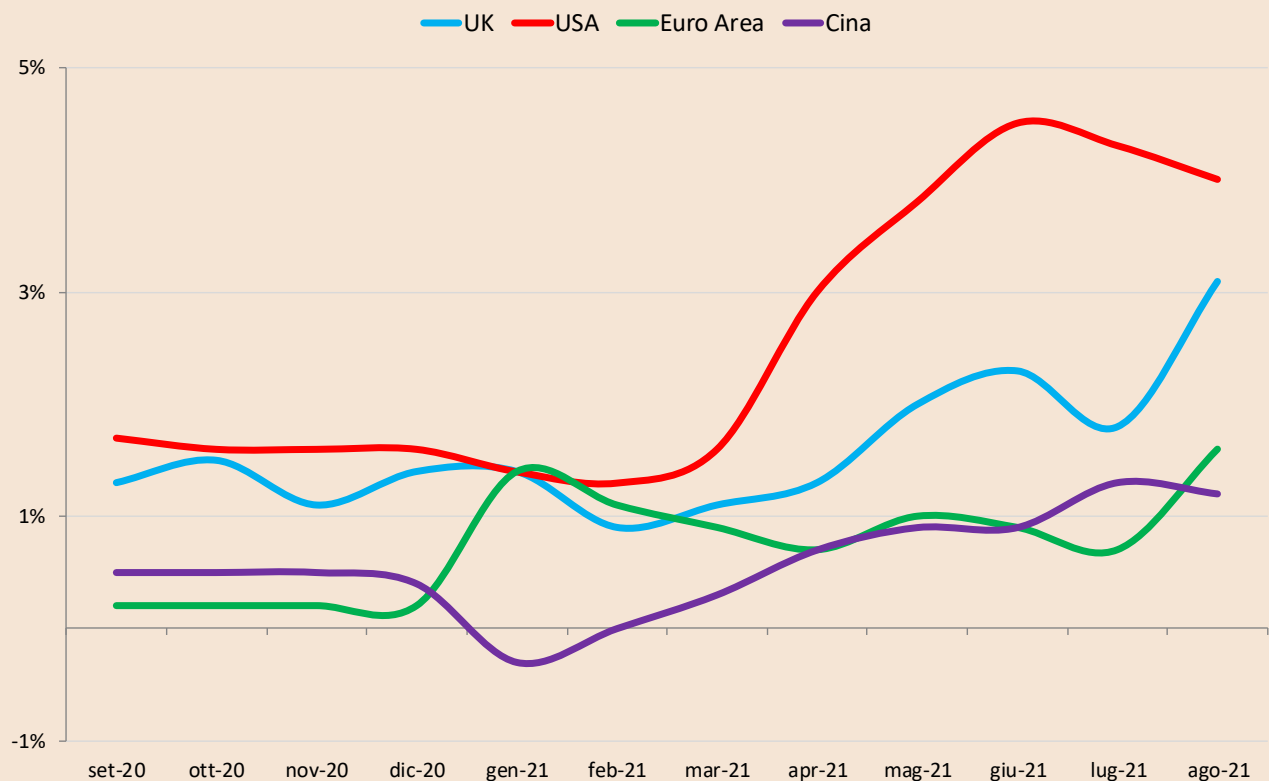
Nelle ultime settimane il quadro macro-economico globale è cambiato molto rapidamente. Archiviata la devastante recessione pandemica prima del previsto, il forte rimbalzo della domanda di beni e servizi stimolato da politiche fiscali e monetarie fortemente espansive si sta scontrando con seri problemi dal lato dell'offerta. Improvvisamente il mondo si sta trovando a corto di materie prime energia, beni industriali, abitazioni. La principale conseguenza di questo “vorrei ma non posso” è una ripartenza decisa dell'inflazione, che da desiderio principe delle banche centrali rischia di trasformarsi presto in un serio grattacapo.

L'inflazione s'è desta, ma la crescita?

Ad osservare i dati relativi ai tassi di inflazione *core* (cioè al netto di cibo ed energia che sono le categorie con i prezzi più volatili, cfr. Figura 1) di agosto 2021 per le principali macro-aree economiche, si direbbe che le spinte al rialzo dei prezzi ci siano ma rimangano moderate. In particolare in USA e Cina sembrerebbe che il picco dell'inflazione sia già avvenuto e che si stia rientrando rapidamente nei ranghi, in coerenza con le previsioni ufficiali delle grandi banche centrali di un fenomeno transitorio.

Figura 1

Tassi di inflazione *core* nelle principali macro-aree economiche mondiali
(anno su anno)

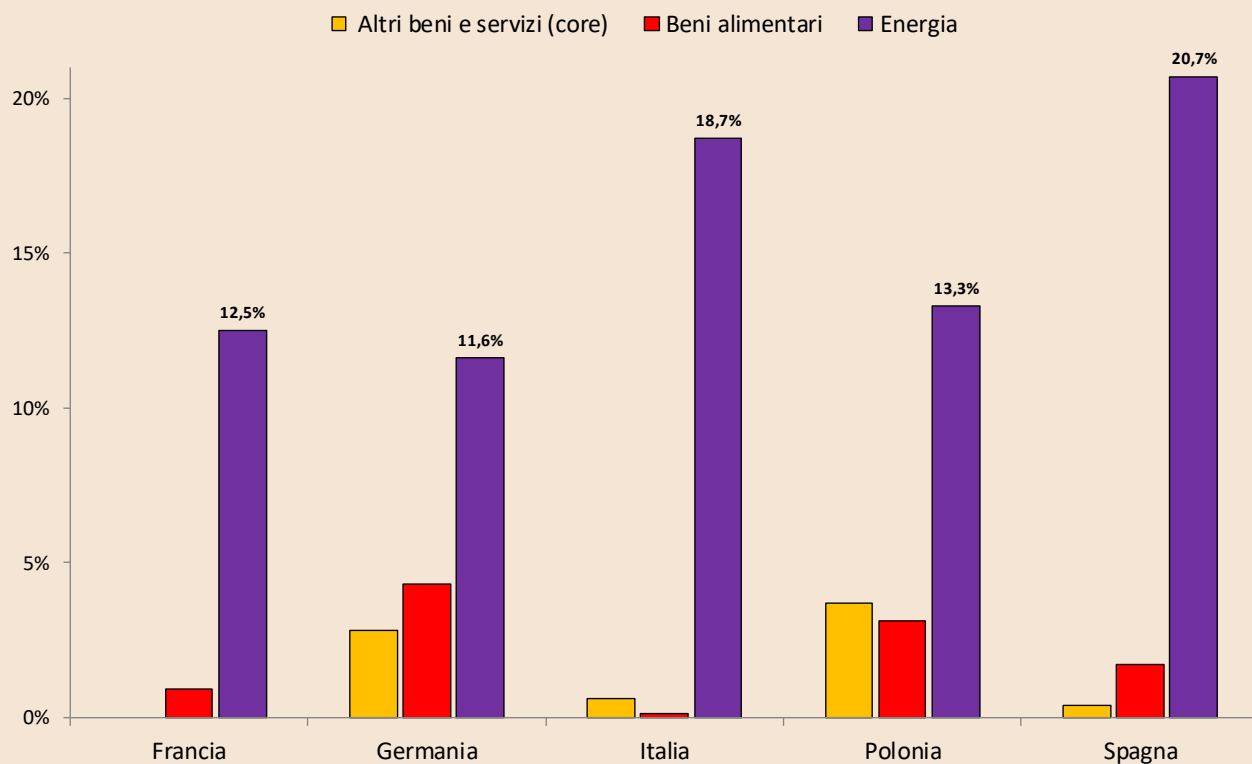


Fonte: Eurostat

Tuttavia il dato dell'inflazione *core* non riflette (ancora) quello che sta accadendo sui mercati dell'energia e delle materie prime. A fronte di tassi di inflazione ancora modesti, i prezzi di petrolio, gas, metalli stanno subendo dei rialzi a doppia cifra da diversi mesi anche nei Paesi con una dinamica dei prezzi ancora "tiepida" come quelli dell'area Euro (cfr. Figura 2).

Figura 2

Tassi di inflazione per categorie di spesa in alcuni Paesi europei
dati luglio 2021



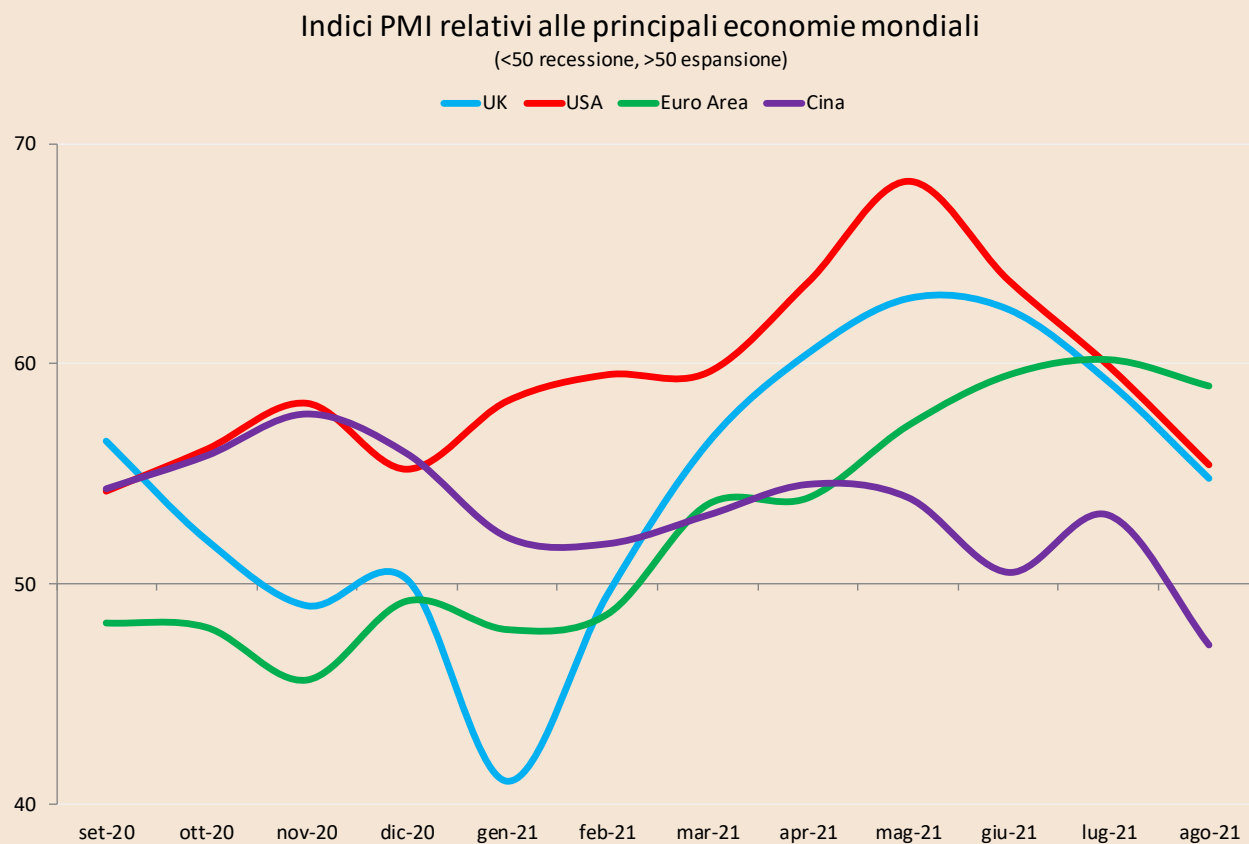
Fonte: Eurostat

Se questo *trend* si rivelasse più persistente del previsto (e potrebbe esserlo), l'inflazione sui mercati alimentari e dell'energia comincerà a farsi strada anche nei restanti settori dell'economia globale creando problemi non trascurabili alla ripresa economica. Una complicazione seria è che l'accelerazione dei prezzi si sta verificando in concomitanza con una frenata delle prospettive di crescita nel breve periodo (cfr. Figura 3).

Se si guarda all'andamento dei *Purchasing Managers Index* (PMI) che sono indicatori "anticipatori" su come si muoveranno nei prossimi mesi PIL ed occupazione delle principali economie mondiali, si deduce che la fase *clou* della ripresa sia già avvenuta o stia avvenendo adesso quasi dappertutto. Negli USA e nel Regno Unito il *trend* dell'indicatore è in rapido declino già da maggio 2021, mentre in Cina siamo entrati in fase di decrescita, in coerenza con la contrazione del credito alle imprese. L'area Euro segue in ritardo, ma il picco della crescita appare passato anche da noi.

Quando si sperimenta un'inflazione sostenuta dei prezzi in una fase di crescita reale debole o stagnante si parla tecnicamente di stagflazione. Nelle economie avanzate, una buona parte degli anni '70 sono trascorsi in regime di stagflazione per via degli *shock* petroliferi del 1973 e 1979 che fecero impennare i prezzi dell'oro nero di circa 6 volte in pochi anni, in un momento in cui le economie erano di gran lunga più dipendenti da questa forma di energia. Al momento è ancora presto per parlare di stagflazione conclamata, anche se ci sono delle inquietanti somiglianze tra il contesto macro-economico globale e quanto accadde diversi decenni fa.

Figura 3



Fonte: Bloomberg

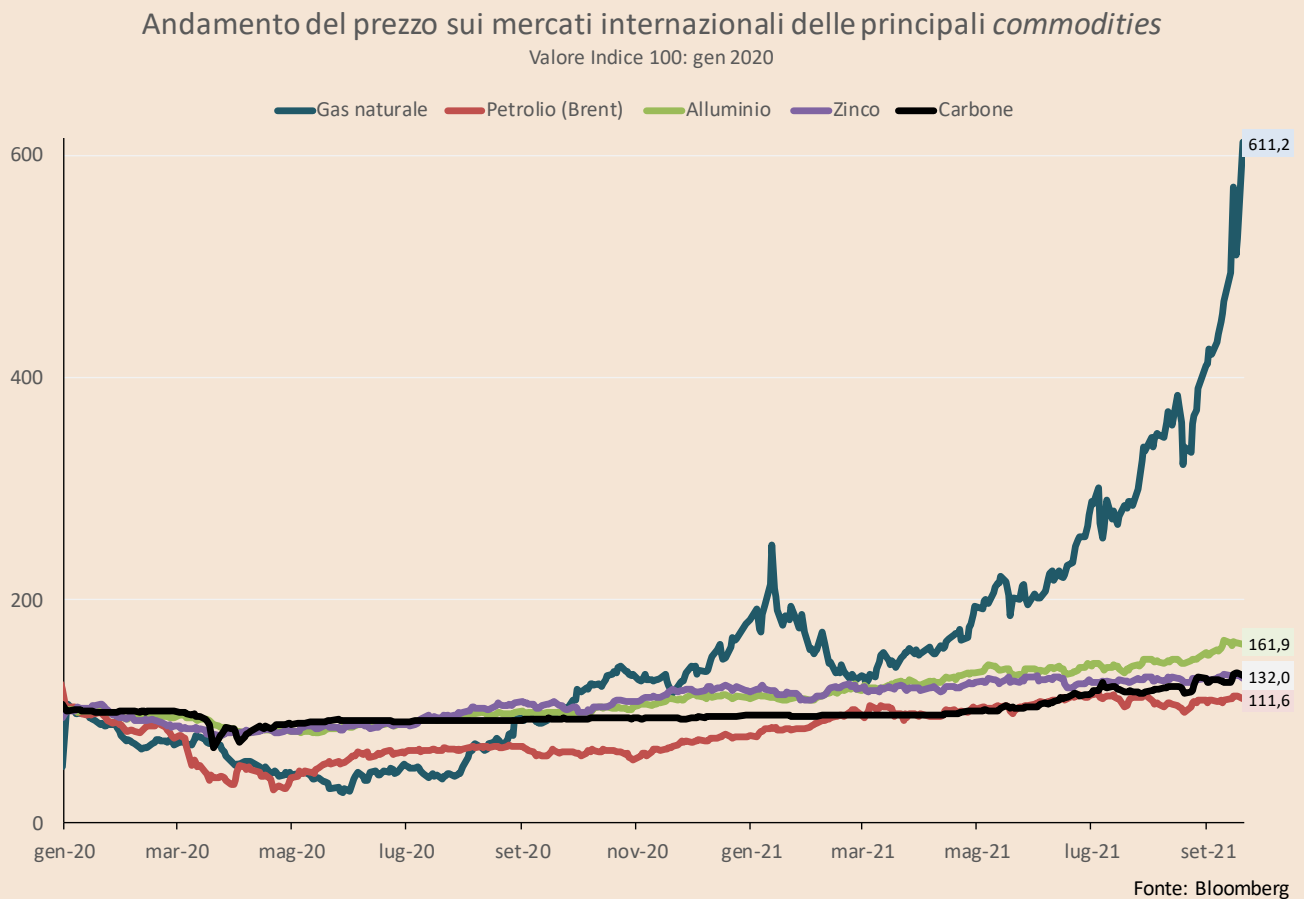
Oggi ci sono sicuramente dei fattori transitori che stanno influenzando le *performance* delle grandi economie, *in primis* l'impatto della variante Delta che sta provocando danni soprattutto nel funzionamento delle catene internazionali di

distribuzione merci. Tuttavia, come negli anni '70, i guai principali risiedono nel *rally* sincronizzato di quasi tutte le materie prime.

Il boom dei prezzi delle materie prime e il caso del gas naturale

Dopo lo *shock* derivante dai *lockdowns* generalizzati della primavera 2020 che avevano spinto il prezzo del petrolio a minimi al di sotto dei 20\$ al barile, i prezzi delle principali *commodities* hanno ripreso quota, sostenuti da un rapido riavvio della manifattura globale. Nel 2021 il *trend* si è irrobustito: il prezzo del petrolio è cresciuto del 10% rispetto a gennaio 2020, ma si tratta del fanalino di coda. I principali metalli utilizzati dall'industria (alluminio, zinco, cfr. Figura 4) hanno sperimentato incrementi di prezzo nell'ordine del 30-60% e financo il carbone, nonostante le progressive penalizzazioni da parte della normativa *green*, ha mostrato una crescita rilevante del 32% dopo anni di prezzi stabili.

Figura 4



Ma è stato il gas naturale a realizzare l'incremento di prezzo più spettacolare: in media a settembre 2021 il gas naturale viene scambiato sui mercati internazionali a prezzi 6 volte maggiori di quelli di gennaio 2020. Gran parte del rialzo si è concentrato a partire da marzo 2021, in un periodo in cui la stagione estiva nell'emisfero nord in genere tende a deprimere naturalmente i prezzi del gas.

Le ragioni di questa anomalia, pur in un contesto di sostenuta inflazione dei prezzi delle *commodities* per via dell'aumentata domanda globale, sono molteplici. Innanzitutto occorre riportare una considerazione tecnica importante: in passato il prezzo del gas sui mercati internazionali era automaticamente agganciato a quello del petrolio e una simile divergenza non poteva essere osservata per definizione. Dal 2000 circa i mercati USA ed europei sono passati ad un meccanismo più efficiente di c.d. “*gas-on-gas competition*” che determina i prezzi sulla base dell'andamento di domanda e offerta di gas nel breve e brevissimo termine. Paradossalmente dove sono in vigore ancora oggi meccanismi di “*oil indexation*” (come nel Sud-Est asiatico), c'è stato un freno agli enormi rialzi dei prezzi sperimentati nelle ultime settimane sui mercati europei ed USA.

Un altro fattore strutturale che sta contribuendo all'*escalation* del prezzo del gas è l'effetto della crescita del costo delle quote di emissioni di CO₂ (ne abbiamo parlato [qui](#)). Dato che bruciare gas rispetto ad altri combustibili fossili consente di emettere molta meno CO₂ c'è un incentivo per l'industria a rimodulare i consumi favorendo l'utilizzo di gas.

Poi c'è il fattore geo-politico (di peso rilevante): la quasi totalità delle esportazioni verso l'Europa arriva dalla Russia, che preme per l'approvazione definitiva del gasdotto *Nord Stream 2* che dovrebbe bypassare i confini ucraini; in attesa degli adempimenti burocratici, Mosca sta “incoraggiando” i governi europei attraverso una riduzione dei flussi di gas esportati, giustificandoli con un'aumentata domanda domestica. D'altronde altri fattori contingenti stanno riducendo la disponibilità di gas per l'Unione Europea, rendendola estremamente vulnerabile: la concorrenza delle economie asiatiche sulle

esportazioni di *shale gas* dagli USA ed il clima anomalo delle ultime stagioni, caratterizzate da velocità del vento molto basse, che hanno ridotto il contributo *green* alla generazione di energia elettrica.

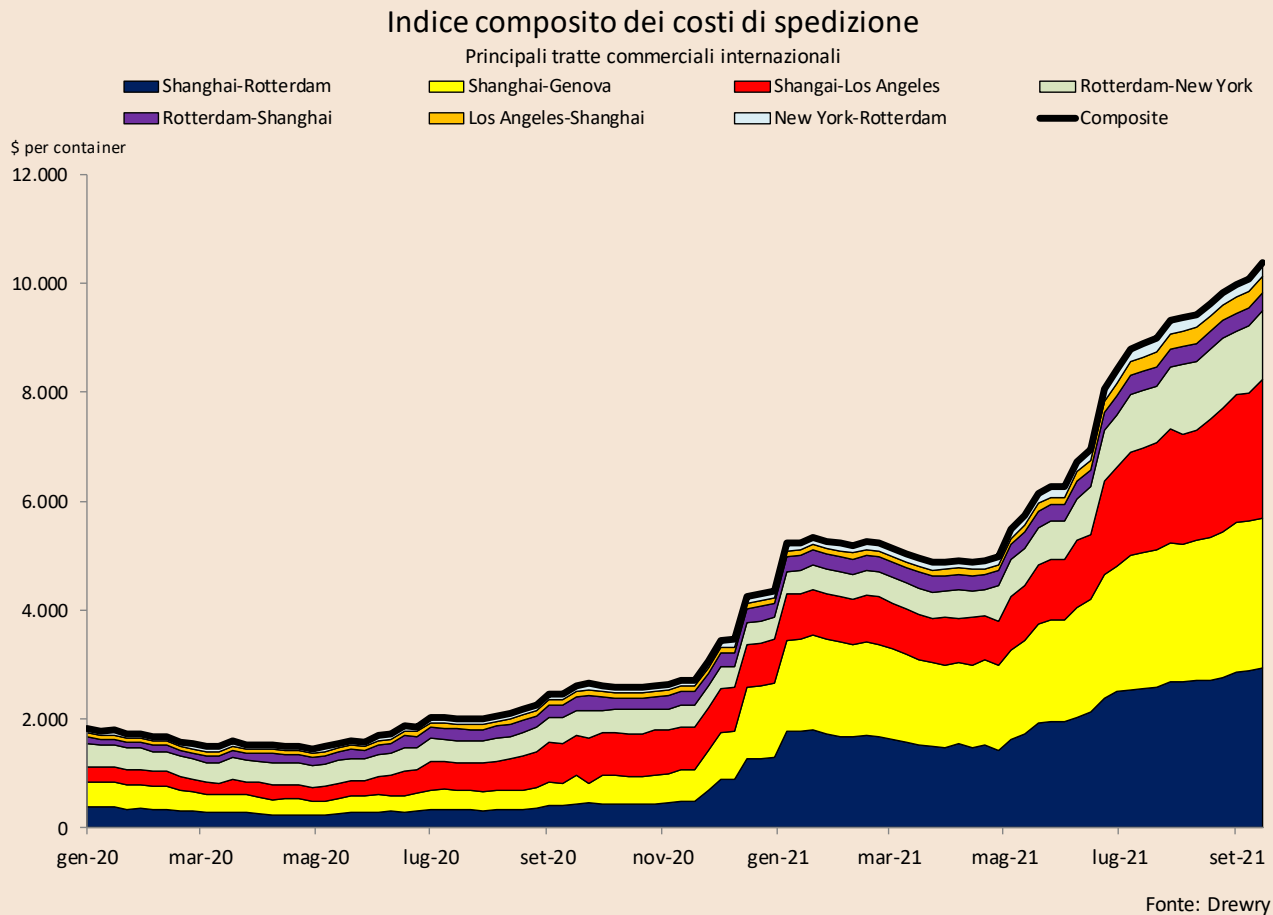
Insomma le circostanze hanno cospirato a creare il contesto ideale per una “tempesta perfetta” nel settore energetico mondiale ed in special modo europeo. Un raddoppio del costo dell’energia elettrica sui mercati all’ingrosso (verosimile dato il *trend* attuale) implicherebbe per i consumatori europei un rialzo della bolletta energetica di 150 miliardi di € in un anno, con effetti negativi a cascata sulle catene di distribuzione merci e sul tasso di inflazione.

Il sistema logistico globale è sotto immensa pressione

La rapidissima ripresa del settore manifatturiero dopo la prima fase della crisi pandemica, favorita dagli stimoli governativi e da un mutamento strutturale nella conformazione dei consumi globali, ha messo sotto pressione le catene internazionali di distribuzione merci. A partire dall’estate 2020, i prezzi alla produzione sono in *trend* ascendente e sono cominciate ad apparire discrepanze considerevoli tra gli ordini e la produzione effettiva in tutti i principali settori industriali, dall’elettronica all’*automotive*.

L’offerta è limitata da un *mix* tossico di fattori: catene di approvvigionamento interrotte, costi di trasporto elevati aggravati dalle nuove misure di sicurezza anti-COVID, scarsità di *container* e porti congestionati. Anche la carenza di manodopera è un problema, costringendo le aziende manifatturiere e dei servizi a operare al di sotto della capacità potenziale e con pressioni persistenti al rialzo dei salari. Come risultato, i costi di trasporto navale dalla Cina all’Europa e agli USA sono aumentati da sette a dieci volte nell’ultimo anno (cfr. Figura 5).

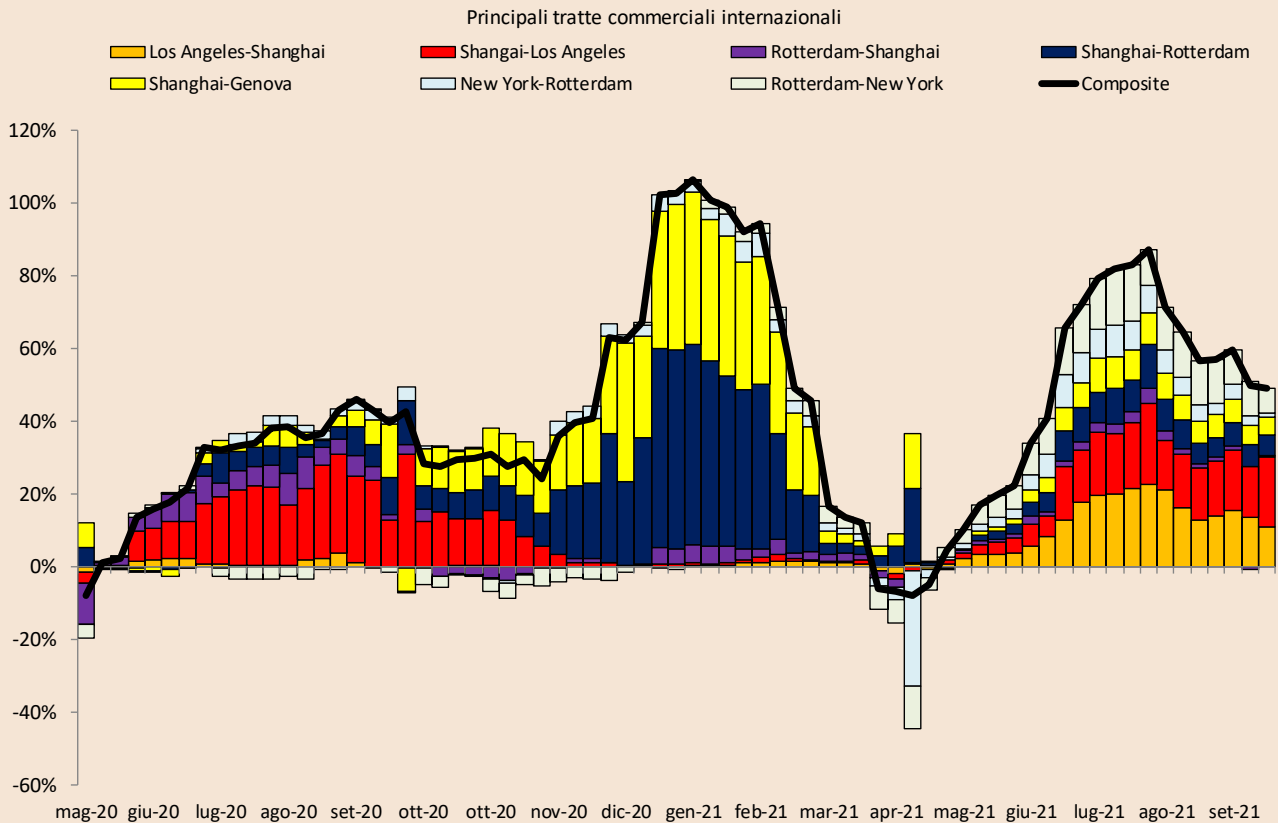
Figura 5



La Figura 6 evidenzia come la crescita dei costi sia avvenuta in 3 distinte fasi: in un primo momento le tensioni si sono concentrate solo su alcune rotte molto trafficate ed ad alto valore aggiunto dalla Cina verso gli USA (barre rosse/viola), poi nell'inverno 2021 i costi sono esplosi anche sulle tratte Cina-Europa (Shanghai-Genova, Shanghai-Rotterdam, barre gialle/blu). A partire dall'estate 2021 il fenomeno è diventato globale con una crescita uniforme dei costi di noleggio *container* in tutti i principali porti e tassi di crescita enormi se proporzionati ad una base di riferimento (il livello dei costi) molto più alta.

Figura 6

Tassi di crescita % a 3 mesi dei costi di spedizione



Fonte: Drewry

Se alcuni dei fattori determinanti - ad es. lo *shutdown* di alcuni porti di primaria importanza per via delle misure di contenimento pandemiche - sono da considerare temporanei, lo stesso non si può dire per la scarsità di manodopera, che appare condizionata da un mutamento strutturale nell'offerta di lavoro indotto dalla pandemia. In definitiva nel *new normal* post-pandemico, più domanda di merci e una maggiore rigidità nell'offerta di lavoro potrebbero implicare costi di trasporto stabilmente più alti rispetto al passato.

Insomma, la ripresa globale c'è ed è forte ma non sta prendendo la forma delle precedenti. I prossimi anni potrebbero essere molto diversi da come ce li prefiguravamo.

Marcello Minenna, Direttore Generale dell'Agenzia delle Dogane e Monopoli

@MarcelloMinenna

Le opinioni espresse sono strettamente personali