

## L'INFLAZIONE E LA CINA

La lotta che da anni, in sottofondo, vede lo scontro tra una vecchia economia basata sul petrolio, sulla combustione e quindi sull'emissione di CO<sub>2</sub> e una nuova economia verde e digitalizzata, ha assunto nel 2022 nuova forma e sostanza. Il cuore del cambiamento si riassume in un fenomeno che sembrava essere ormai vetusto per le economie moderne, aperte e globalizzate: l'eccesso d'inflazione e la paura di non riuscire a controllarla. Si tratta del forte rincaro dei prezzi che erode la capacità d'acquisto di tutti, ma che colpisce soprattutto chi ha limitati mezzi per vivere, mentre aiuta chi ha tanti debiti che si svalutano nel tempo. L'inflazione è un'espressione monetaria (con più moneta acquisto sempre meno merci), ma è anche una forma dello spirito, un nuovo modo di essere; senza fare niente ciò che possiedo si ritrae assieme alla visione del futuro. Sono ormai alcuni decenni che l'aumento dei prezzi, almeno per le economie occidentali, non rappresenta un pericolo. Anzi.

Le principali banche centrali hanno ottenuto da almeno trent'anni l'indipendenza dalle autorità politiche. Si sono quindi obbligate a concentrarsi sull'obiettivo del 2% massimo di inflazione annua. I mercati hanno talmente preso sul serio il loro operato, che la paura dell'aumento dei prezzi è uscita dai loro radar. Infatti, il timore principale era diventato la deflazione, cioè la paura che se un prodotto continua a svalutarsi, la gente non spende perché rinvia gli acquisti aspettando prezzi più bassi. Chi ha studiato e, specialmente, insegnato economia negli ultimi decenni non si è preoccupato della dimensione storica dei fatti economici. Si è concentrato sulla modellizzazione matematica della realtà e questa poco aveva da spartire con l'aumento dei prezzi.

Le banche centrali, segnatamente dopo la grande crisi finanziaria del 2008, hanno scoperto che potevano costantemente salvare il sistema nelle fasi di stress aumentando la massa monetaria. Questa avrebbe inflazionato gli strumenti

finanziari (le borse in particolare), senza creare inflazione nell'economia reale. L'aumento di ricchezza finanziaria dell'investitore avrebbe stimolato la domanda nell'economia reale, ma senza eccessi, perché non è la massa che investe in strumenti finanziari e quindi le ricadute nell'economia reale restano contenute. La globalizzazione ha permesso di produrre laddove i costi sono più bassi, in particolare in Cina. In questo modo è diminuita la capacità contrattuale della manodopera nei paesi avanzati. La digitalizzazione ha razionalizzato la produzione. E l'invecchiamento della popolazione ha contenuto la domanda.

Tutti questi fattori hanno compreso l'aumento dei prezzi dando il via libera alle banche centrali nelle loro politiche di estreme facilitazioni finanziarie. I tassi prossimi allo zero ed anche negativi hanno permesso di superare l'emergenza della grande crisi finanziaria del 2009 e poi del coronavirus. Questa politica schiudeva anche nuovi scenari: la possibilità di finanziare a costo zero la transizione verso una nuova economia verde e digitalizzata. Si trattava di un'arma potente nelle mani degli apostoli della transizione che umiliava e teneva sotto controllo chi

difendeva a spada tratta gli strumenti della vecchia economia, in particolare i paesi esportatori di petrolio e gas. La guerra in Ucraina è anche la conseguenza di queste scelte: la nuova economia sconvolge i vecchi equilibri geopolitici. Per rallentare il processo, comunque inevitabile, verso un sistema di produzione capace di contenere il surriscaldamento dell'ambiente, l'alleato principe degli interessi della vecchia economia è l'inflazione.

Le banche centrali, specie la Federal Reserve, non hanno voluto riconoscere per tempo che l'inflazione è la nuova variabile da considerare anche in termini strutturali e non solo "transitori", come si ostinava a dire Jerome Powell, il suo presidente, solo pochi mesi fa. Si sono quindi mantenuti troppo a lungo stimoli finanziari e fiscali provocati per evitare un crollo delle economie mondiali a causa del coronavirus. Non vedendo pericoli d'inflazione strutturale si è approfittato dell'allegria finanza per nutrire interessi politici o partitici di breve termine. Come ammette Agustin Carstens, General Manager della Banca dei Regolamenti internazionali (BRI), la banca delle banche centrali, "se mi aveste chiesto un anno fa

di indicare le principali sfide dell'economia globale, avrei potuto produrre una lunga lista, ma l'alta inflazione non ci sarebbe stata".<sup>1</sup> Ora, però, l'autorevole economista ammette che siamo alla soglia di "una nuova era d'inflazione (...). Fattori strutturali che hanno tenuto bassa l'inflazione nelle recenti decadi possono svanire con la ritirata dalla globalizzazione".<sup>2</sup> E quindi diventa necessario per le banche centrali rivedere i loro parametri. Non possono più agire come negli ultimi anni quando, avendo domato l'inflazione, hanno avuto margini di manovra senza precedenti per concentrarsi sulla crescita e sull'impiego. "Se le circostanze sono cambiate - conclude Carstens - va annunciato anche un cambio di paradigma. Tale cambiamento richiede un riconoscimento più ampio nel processo decisionale che promuova la resilienza a lungo termine, la crescita non può fare affidamento su ripetuti stimoli macroeconomici, siano essi monetari o fiscali. Può solo essere raggiunta attraverso politiche strutturali

che rafforzino la capacità produttiva dell'economia".<sup>3</sup>

I mercati finanziari sembrano aver preso la misura dell'entità della sfida. Hanno capito che siamo entrati in una nuova era e che quindi vanno elaborati altri parametri di valutazione del rischio. Ma questi per ora non ci sono. Quindi nell'incertezza, che non è misurabile, i mercati vendono. Le azioni americane, ma anche le obbligazioni, hanno registrato i peggiori cinque mesi degli ultimi cinquant'anni. Lo S&P è arrivato a perdere quasi il 20% da inizio anno, sfiorando la soglia di definizione del *bear market*. Poi si è ripreso e ha chiuso a -13%. Ma anche il mercato obbligazionario ha toccato minimi che non vedeva dal 1973. Il Nasdaq, l'indice tecnologico, ha perso oltre il 22%. Perdite simili, anche se un po' più contenute, si sono registrate in Europa, mentre la Cina, a causa dei *lockdown* e della politica di controllo diretto, in particolare sulle società tecnologiche e sull'immobiliare, chiude il mese a -17% (CSI300), ma solo dopo un buon recupero negli ultimi giorni. Il classico "sell in may"

<sup>1</sup> Agustin Carstens, "The return of inflation", discorso all'*International Center for Monetary and Banking Studies*, Ginevra, 5 aprile 2022.

<sup>2</sup> *Ibidem*.

<sup>3</sup> *Ibidem*.

c'è quindi già stato. È ora il momento del recupero? Avremo una seconda parte dell'anno migliore della prima?

I problemi del quasi primo semestre non svaniranno nel secondo. Le banche centrali stanno cercando di spaventare i mercati per evitare che l'inflazione si avviti e trascini con sé le rivendicazioni salariali che, una volta partite, sono difficili da ridimensionare. La guerra in Ucraina non sembra trovare una fine vicina. Quindi continuerà a pesare sull'inflazione attraverso i prezzi degli idrocarburi. Le acciaierie ucraine, per le loro dimensioni, sono anche grandi produttrici di gas neon, che serve per la lavorazione di microchip (rappresentano il 75% della domanda globale). Ebbene, la metà della produzione mondiale di neon potrebbe presto cadere sotto il controllo russo (ci sono solo da uno a sei mesi di riserve di questo gas). Putin ha già requisito buona parte di quello trovato a Mariupol. Fenomeni come questo, non risolti, sono un pericolo enorme per la stabilità dell'economia mondiale, potrebbero ritardare la ripartenza o, comunque, influire ulteriormente sui prezzi.<sup>4</sup>

Negli Stati Uniti si sta maturando la convinzione che l'inflazione abbia raggiunto il suo massimo. In Europa, a causa dei prezzi delle materie prime, il rincaro ha raggiunto a maggio l'8,1% (7,4% in aprile). Questa divergenza si riflette anche in ambito valutario: l'euro si è rafforzato contro il dollaro perché ci si aspetta che anche la Banca centrale europea alzi i tassi nella sua prossima riunione. È possibile che il mercato obbligazionario, strutturalmente più "intellettuale" di quello azionario, abbia già interpretato il futuro prossimo. Quello azionario fatica di più a trovare il nuovo equilibrio da cui ripartire. Un buon rimbalzo dopo le fatiche di maggio ci sta. È però presto per pensare ad un cambio di scenario (salvo inaspettati eventi quali la fine della guerra in Ucraina).

Larry Summers, ex presidente dell'Università di Harvard ed ex consigliere economico di Barack Obama, guardando alla storia afferma che l'inflazione sopra il 4% e la disoccupazione sotto il 5% hanno sempre provocato una recessione nei due anni successivi. Ciò è possibile. Ma nei nuovi equilibri planetari il ruolo della Cina

---

<sup>4</sup> Zoltan Pozsar, *Commodity Chokepoints and QT*, Credit Suisse, 29 aprile 2022

può cambiare il corso dell'economia mondiale. La fine dei *lockdown* e l'inizio di politiche monetarie e fiscali importanti (con il 2% d'inflazione può permetterselo) potrebbe mantenere l'economia mondiale su buoni livelli di crescita. Se ciò si verificherà, contestualmente alla riduzione dell'inflazione, la FED potrebbe essere pronta a rallentare a settembre la sua stretta monetaria. E magari annunciare che l'obiettivo del 2% d'inflazione è irrealistico nel nuovo mondo parzialmente de-globalizzato. Per finanziare la nuova economia ora è necessario puntare su crescita e produttività anche a costo di accettare livelli d'inflazione più importanti. Ma senza il contributo della Cina, le riflessioni di Summers rischiano di essere corrette.