



LA SCOMPARSA DELL'INFLAZIONE

di Luca Paolazzi*

L'inflazione è scomparsa e non riapparirà per un bel po'. Cosa frena l'incremento dei prezzi? Fattori destinati a durare a lungo. Cinque sono noti: una politica monetaria espansiva poco efficace; la globalizzazione; la formazione delle aspettative; la migrazione; l'eccesso di offerta.

Il sesto è nuovo; è l'«*effetto Amazon*»: la diffusione delle nuove tecnologie informatiche e comunicative a un numero crescente di settori, anche dove c'è meno concorrenza. Il contesto di lenta e incerta crescita accentua l'azione di questi fattori. Con effetti destabilizzanti.

DIETRO ALL'INFLAZIONE BASSA CI SONO...

La **morte dell'inflazione** è il titolo di un famoso libro scritto nel 1996 da Roger Bootle, un economista inglese. Prediceva che l'inflazione sarebbe stata per sempre bassa e i tassi di interesse schiacciati. A distanza di quasi un quarto di secolo quella previsione audace si è rivelata corretta: l'inflazione non è risorta, nonostante gli sforzi compiuti dalle maggiori Banche centrali per stimolare l'aumento dei prezzi, dopo che avevano conquistato **credibilità e indipendenza** grazie alla loro capacità di ridurre, prima, e stabilizzare, poi, l'inflazione stessa.

...IL SUCCESSO OTTENUTO DALLE BANCHE CENTRALI NEL MODERARLA...

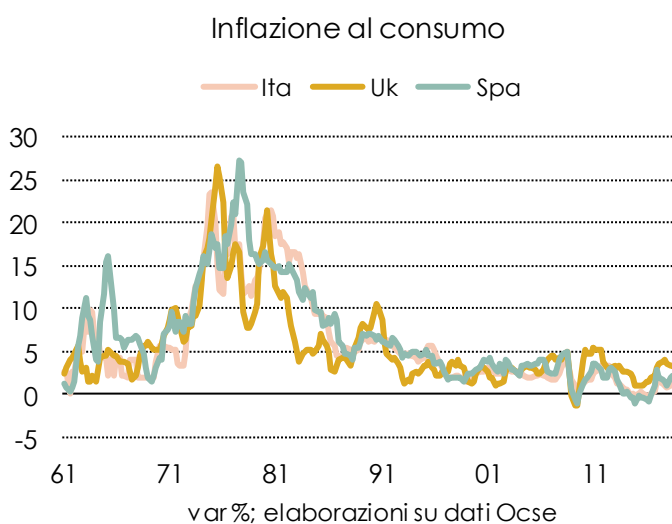
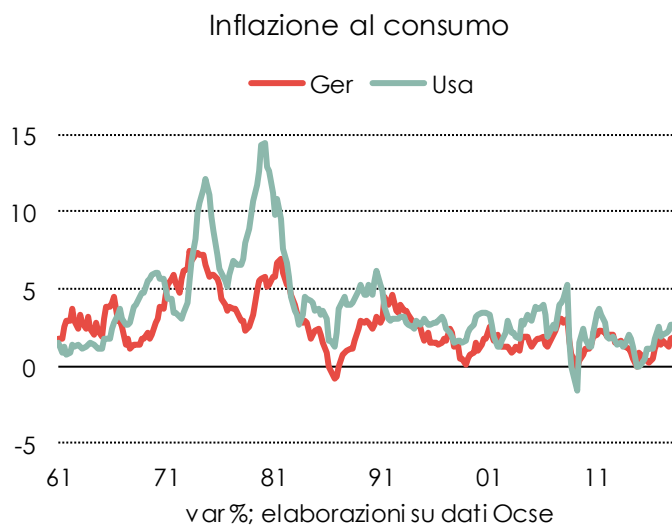
Da quel loro successo nel tener bassa l'inflazione ha avuto inizio **«la grande moderazione»**: buona crescita accompagnata da prezzi freddi. E proprio la credibilità delle Banche centrali nel combattere l'aumento dei prezzi è ritenuta l'origine virtuosa della stabilità monetaria.

Con la stabilità monetaria si è ridotto il premio al rischio inflazione, i **tassi di interesse reali** sono scesi e i prezzi degli asset hanno iniziato a lievitare, fino a **gonfiare bolle**. Prima quella delle ".com", scoppiata nel 2000. Successivamente quella degli immobili, terminata con la Grande crisi finanziaria.

La **Grande crisi** si è rivelata in sordina nel 2007 ed è deflagrata nel settembre 2008. Da allora la moderazione non è più stata considerata una pianta che dà frutti solo buoni, ma anche velenosi, proprio perché ha abbassato la **percezione del rischio** e fatto salire le quotazioni di case, azioni, obbligazioni e materie prime.

L'inflazione, invece, non è risorta. A dispetto dell'**impegno espansivo** profuso dalle Banche centrali, che hanno fatto ricorso a tutta la loro immaginazione e alla loro conoscenza della teoria e della storia monetaria (compresi gli scritti di Henry Thornton, 1802, e Walter Bagehot, 1873). Anzi, rimane cocciutamente bassa. Per **quali ragioni?**

Ne possiamo individuare **sei**, tre ben conosciute, due riscoperte oggi e l'ultima nuova e non ancora abbastanza considerata.



...LA MINOR EFFICACIA DELLA POLITICA MONETARIA QUANDO È ESPANSIVA...

La prima ragione è la minore efficacia dell'azione delle Banche centrali quando allentano le **condizioni del credito** rispetto a quando le restringono. Se pensiamo alla politica monetaria come a una corda, è risaputo che questa funziona bene quando viene tirata (politica restrittiva), decisamente meno quando viene spinta (politica espansiva).

Ciò diventa ancora più vero quando siamo in presenza di una crisi di origine finanziaria, perché *cash is the king* e la liquidità sparsa a piene mani non raggiunge l'economia reale, se non molto lentamente e in misura ridotta. Infatti, gli attori, sia dal lato della domanda sia da quello dell'offerta di credito, sono impegnati nel **deleveraging**, ossia nella riduzione dell'esposizione al debito/credito. Iniettare liquidità diventa, allora, come versare acqua sulla sabbia del deserto.

Nel 1936 John Maynard Keynes, il famoso economista britannico, l'aveva battezzata **trappola della liquidità**. Che è tanto più feroce

quanto più la regolamentazione bancaria viene stretta per rendere le banche più solide ad affrontare il prossimo shock. Al prezzo, però, di una risalita più lunga e lenta da quello appena avvenuto. Ciò si è puntualmente verificato nell'**Eurozona**; meno, invece, negli **Usa**, che hanno avuto un approccio più pragmatico ed efficace nel risanare le banche. Banche che hanno un minor peso nel sistema finanziario americano rispetto a quanto ne abbiano in quello europeo.

...LA GLOBALIZZAZIONE INCALZANTE...

La seconda ragione è l'aumentata **competizione internazionale**, per effetto della globalizzazione, che ha messo le imprese e i lavoratori dei paesi avanzati in concorrenza con quelli degli emergenti e in particolare della Cina. Una concorrenza che è cominciata già negli anni '70 del secolo scorso, che è diventata molto più pressante con l'ingresso del gigante asiatico nel WTO (2001) e che si sta via via spostando dai beni di bassa qualità e prezzo ai **beni tecnologicamente più sofisticati**, mantenendo comunque i paesi emergenti un vantaggio di costo.

Inoltre, la diffusione delle **catene globali del valore** ha creato per le imprese dei paesi avanzati opportunità di riduzione dei costi e ha aumentato l'elasticità al prezzo della domanda di prodotti globali. Catene che si allargano a nuovi paesi emergenti, i quali sono limitrofi a quelli inizialmente coinvolti e godono di una più grande competitività, essendo a uno stadio di sviluppo più arretrato. Questo vuol dire che l'incalzare dei **nuovi produttori** prosegue e si estende. La diffusione delle catene è mitigata solo dalla decisione di alcune imprese (soprattutto europee) di riportare vicino a casa, o addirittura al loro interno, fasi di produzione, per ridurre i tempi di reazione ai cambiamenti delle condizioni di mercato e aumentare il controllo della qualità.

Se da un lato è vero che la fase della turbo-globalizzazione è finita, l'**assetto competitivo mondiale** che ne è uscito è decisamente trasformato. Nei paesi avanzati sono diminuiti sia la capacità negoziale dei lavoratori (e delle loro organizzazioni) sia il potere di mercato delle imprese.

...LE ASPETTATIVE CHE SI FORMANO SULLA RECENTE ESPERIENZA...

La terza ragione è il modo in cui si formano le **aspettative inflazionistiche**, che sono basate sull'esperienza recente. In altre parole, un'inflazione bassa viene incorporata nelle attese sui prezzi e tende ad autopropagarsi. L'**ancoraggio alla bassa inflazione**, perseguito dalle Banche centrali, diventa così un letto di Procuste, una realtà scomoda a cui è difficile adattarsi.

...LA MIGRAZIONE CHE PENALIZZA I LAVORATORI CON BASSI SALARI...

La quarta ragione è la maggiore mobilità del lavoro, creata dai **flussi migratori**. Sebbene gli odierni siano una frazione di quelli osservati a cavallo tra '800 e '900 e nei due decenni successivi alla seconda guerra mondiale, pure sono in aumento e nei paesi avanzati allargano la forza lavoro. Gli immigrati si propongono per **lavori meno qualificati** e con paghe molto più basse rispetto a quelle prevalenti in precedenza, quando quei lavori erano svolti dalla popolazione indigena. Tali flussi migratori sono indispensabili per compensare, in tutto o in parte, gli effetti dell'invecchiamento demografico sul mercato del lavoro.

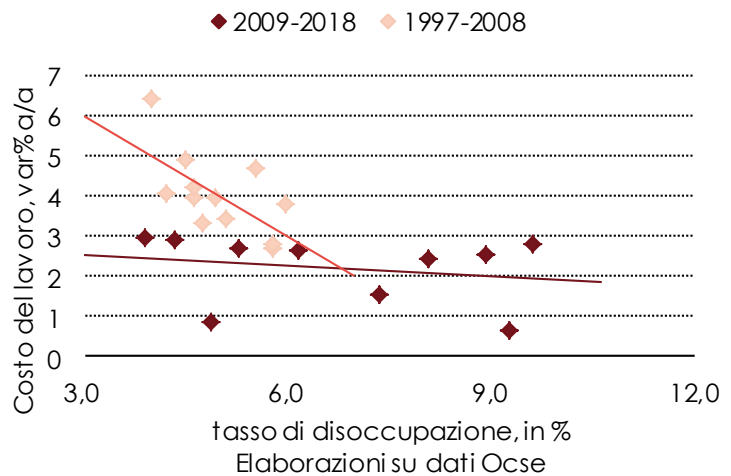
...E L'ECESSO DI CAPACITÀ PRODUTIVA

La quinta ragione è la presenza di **eccesso di capacità produttiva**. Sia nei paesi avanzati, come conseguenza della crisi, sia nella stessa

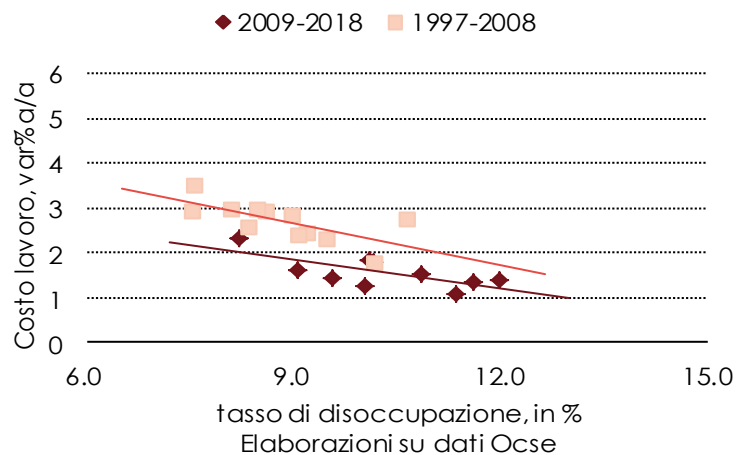
Cina, per gli enormi investimenti effettuati. Qui si guarda alla situazione nei primi, per sottolineare il grande affievolimento della **relazione inversa** tra disoccupazione e dinamica salariale e, quindi, dei prezzi. Relazione che è nota come **curva di Phillips**.

Oggi la disoccupazione può scendere senza che ci siano segnali significativi di decisa **accelerazione dei salari**. In altre parole, la curva di Phillips si è appiattita, fino a diventare in alcuni paesi orizzontale; cosicché allo scendere della disoccupazione la dinamica salariale rimane invariata e altrettanto fa l'inflazione.

Disoccupazione e salari negli Usa



Disoccupazione e salari nell'area euro



Pur con la **disoccupazione ai minimi storici** in Usa e Germania e con i posti di lavoro disponibili ai massimi, la crescita dei salari è solo gradualmente salita, mantenendo comunque una dinamica compatibile con la sostanziale stabilità monetaria. Questo avviene anche perché il tasso di disoccupazione è diventato meno significativo nell'indicare carenza di offerta di manodopera. Meno significativo perché è molto aumentata la quota di quei **lavoratori part-time** che vorrebbero avere un'assunzione a tempo pieno (ma non la trovano) e di quelle persone che pure cercano un impiego, ma che non lo fanno abbastanza assiduamente da essere classificate tra i disoccupati. In effetti, negli Usa si guarda ormai a un

**LA VERA NOVITÀ
È LA GRANDE DEFLAZIONE
CHE È GENERATA
DAL PROGRESSO
TECNOLOGICO**

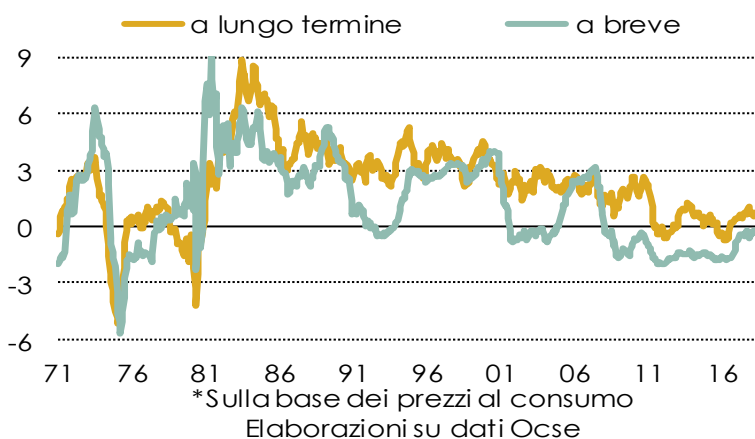
ventaglio di tassi di disoccupazione e allo stesso tasso di occupazione (costituito dal rapporto tra le persone che lavorano e la popolazione in età di lavoro), così da avere un quadro più preciso del lavoro non utilizzato.

La sesta e meno esplorata ragione della bassa inflazione è costituita dagli effetti sui prezzi al consumo del **progresso tecnologico**. Ci si riferisce qui non tanto alla deflazione che origina dal miglioramento di performance dei beni e/o dalla riduzione del loro prezzo (come accade per i Pc, gli smartphone e i relativi servizi), quanto allo **scompaginamento di interi mercati** con l'invasione di prodotti che sono venduti via Internet. Non solo beni, ma anche servizi, come quelli alberghieri (con l'arrivo di Airbnb) e del trasporto pubblico (con Uber), fino al lavaggio dell'auto e all'imbiancatura delle pareti di casa.

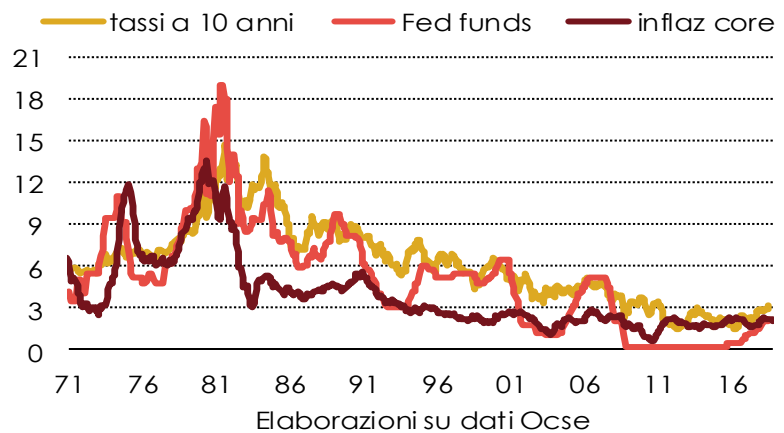
In particolare, i **giganti di Internet** (Amazon e Google, soprattutto) penetrano mercati apparentemente lontani dal loro iniziale *core business*, mettendo a frutto la potenza di calcolo e la mole di big data accumulati. Così facendo aumentano la concorrenza e abbassano i prezzi. Basti pensare che la prima mossa compiuta da **Amazon**, una volta entrata nella distribuzione commerciale al dettaglio con l'acquisto di una catena di negozi alimentari americana, è stata di dimezzarne i prezzi. Una mossa che ha costretto Walmart (di gran lunga la più grande catena di supermercati al mondo) a mettere in campo contromosse, fino a puntare anch'essa sulle nuove tecnologie e creare un laboratorio per l'innovazione con sedi in tutto il mondo. Nel 2018 le vendite online in USA di **Walmart** sono salite del 40%, a 16 miliardi di dollari.

Un paio di anni fa l'analisi economica di questo **fattore calmieratore** dei prezzi era inesistente; negli ultimi tempi, invece, si sono moltiplicati gli studi che misurano quel che viene ormai chiamato **"effetto Amazon"**. Questi studi dimostrano empiricamente che le nuove forme di distribuzione commerciale e di lavoro, legate ad applicativi Internet (come la *gig economy*), hanno contribuito a moderare la dinamica sia salariale (soprattutto) sia dei prezzi. Senza menzionare il fatto che molti servizi tecnologici (a cominciare da Google Maps) sono gratuiti e quindi nemmeno entrano nell'indice dei prezzi (né nel Pil). Ciò assomiglia molto alla deflazione da innovazione della seconda metà dell'800.

Stati Uniti: tassi d'interesse reali*



Stati Uniti: inflazione, tassi a lunga e Fed funds



I CEO USA: «SIAMO IN UNA GUERRA DEI PREZZI»

Un membro del **Board della Fed**, Robert Kaplan, menziona proprio le nuove tecnologie come fattore che irrompe nel quadro macroeconomico e cambia strutturalmente il modo di consumare e di produrre e quindi l'inflazione. Kaplan ha raccolto un chiaro messaggio nei suoi più recenti **colloqui con i Ceo** e gli imprenditori USA: «Siamo in una guerra dei prezzi».

Le nuove tecnologie sono deflazionistiche perché esercitano una pressione al ribasso sui prezzi, per effetto della **trasparenza di Internet** che consente ai consumatori di comparare i listini e scegliere i prodotti più convenienti. Inoltre, gli **algoritmi** usati nella formazione dei prezzi tendono a livellarli all'interno di un'economia, rendendoli al contempo più sensibili a quegli shock esterni (come l'aumento del prezzo delle materie prime o le oscillazioni del tasso di cambio) che hanno ricadute diffuse su tutte le produzioni.

Questa maggiore sensibilità dei prezzi ai fattori internazionali costringe le Banche centrali ad alzare lo sguardo sullo scenario globale, anche nel caso di grandi economie, per capire quali sono i rischi prevalenti, se al rialzo o al ribasso per l'economia e quindi per l'inflazione. **Jerome Powell**, Presidente della Fed, sottolinea che le deboli pressioni sui prezzi a livello internazionale sono «una delle maggiori sfide del nostro tempo».

TRE CONSEGUENZE:

1- LA DIFFICOLTÀ DI RIDURRE I TASSI REALI...

Quali sono gli **effetti** della bassa inflazione e dei fattori che la determinano? Ne indichiamo tre.

Il primo immediato effetto è di politica monetaria, perché si è ridotto in misura molto marcata il **tasso di interesse neutrale**, ossia il tasso che rende la crescita economica compatibile con la stabilità dei prezzi. Lo spazio per allentare la politica monetaria nei momenti di difficoltà economica ne risulta ristretto, perché più rapidamente si raggiunge lo **zero lower bound rate**, il tasso di interesse nominale nullo. Mentre quello reale, in presenza di un'inflazione così bassa, rimane troppo alto per stimolare l'economia.

D'altra parte, se i fattori deflazionistici sono **comuni e internazionali**,

diminuisce la capacità delle Banche centrali, che hanno un raggio d'azione nazionale, di governare i processi inflazionistici. Per questa ragione le Banche centrali perdono la presa sulla dinamica dei prezzi. Una perdita che rischia di minarne l'indipendenza dalla politica perché, in presenza di un elevato **disagio sociale**, vengono additate come incapaci di far allontanare l'economia dalla trappola deflazionistica.

Un sintomo delle difficoltà che incontrano i banchieri centrali nel risvegliare l'inflazione agendo sui tassi e sull'offerta di moneta è il fatto, senza precedenti, che alcuni di loro abbiano sollecitato più **vigorous aumenti salariali** per contrastare le spinte al ribasso sui prezzi. È accaduto in Germania, Australia e, in forma più indiretta, Italia.

2- L'AUMENTO DEI DIVARI NEI REDDITI...

Il secondo effetto della concorrenza globale e dell'irruzione sul mercato di nuove applicazioni delle tecnologie informatiche è che il **reddito dei lavoratori** specializzati in tali tecnologie si alza, mentre si schiaccia quello degli altri. Addirittura si azzerava quello di quanti perdono il posto di lavoro sostituiti dalle macchine.

Il risultato è che nell'era dell'Internet delle cose, dell'intelligenza artificiale e delle macchine che imparano da altre macchine ci sono **pochi vincitori e molti vinti**. La disuguaglianza aumenta e si diffondono le persone povere che pure hanno un lavoro.

3- L'ESTREMISMO POLITICO

Il terzo effetto è che, in una società così spaccata, le elezioni politiche premiano i **poli estremi**, che promettono protezione e interventi pubblici (tariffe sul commercio estero, maggior ruolo dello Stato). Si avvita così la spirale dell'insoddisfazione e della paura, perché le misure promesse non portano agli esiti annunciati. Mentre finisce in fuori gioco chi vuole perseguire le riforme, per aumentare il potenziale di crescita e puntare su quella **maggior formazione** che è necessaria a sfruttare le opportunità offerte dal progresso tecnologico, anziché subirlo.

Avvertenze Importanti

Il presente documento è stato preparato da REF Ricerche S.r.L. per Ceresio Investors, per tale intendendosi Banca del Ceresio e le sue controllate; è reso disponibile a mero fine informativo sul sito www.ceresioinvestors.com da Banca del Ceresio e da Ceresio SIM S.p.A. Esso non costituisce in nessun caso ricerca in materia di investimenti, offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento; non è destinato alla distribuzione, pubblicazione o utilizzo in qualsiasi giurisdizione in cui tale distribuzione, pubblicazione o utilizzo sarebbe illegale, né è rivolto a qualsiasi persona o entità a cui sarebbe illegittimo indirizzare tale documento. Il contenuto del documento riflette unicamente l'opinione dell'autore alla data della sua predisposizione. Ceresio Investors non ha verificato in via indipendente i dati contenuti nel documento e non si assume alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nello stesso contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione e declina ogni responsabilità per errori od omissioni. I dati in esso eventualmente riportati riferiscono al passato: i risultati passati non costituiscono un indicatore affidabile dei risultati futuri. Ceresio Investors non potrà essere ritenuto responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione. Il presente documento non può essere, nemmeno parzialmente, riprodotto, trasmesso o usato a qualsiasi scopo senza il preventivo consenso scritto di Ceresio Investors.

CONTATTI

Banca del Ceresio SA

Via Pretorio 13
6901 Lugano – Svizzera
Tel.: +41 (0)91 923 84 22
info.bdc@ceresioinvestors.com

Ceresio SIM
Global Selection SGR
Eurofinleading Fiduciaria

Via Tamburini 13 - 20123 Milano (MI)
Tel.: +39 02 3037 7351
info.sim@ceresioinvestors.com