



Analisi del Servizio Studi BNL Gruppo BNP Paribas

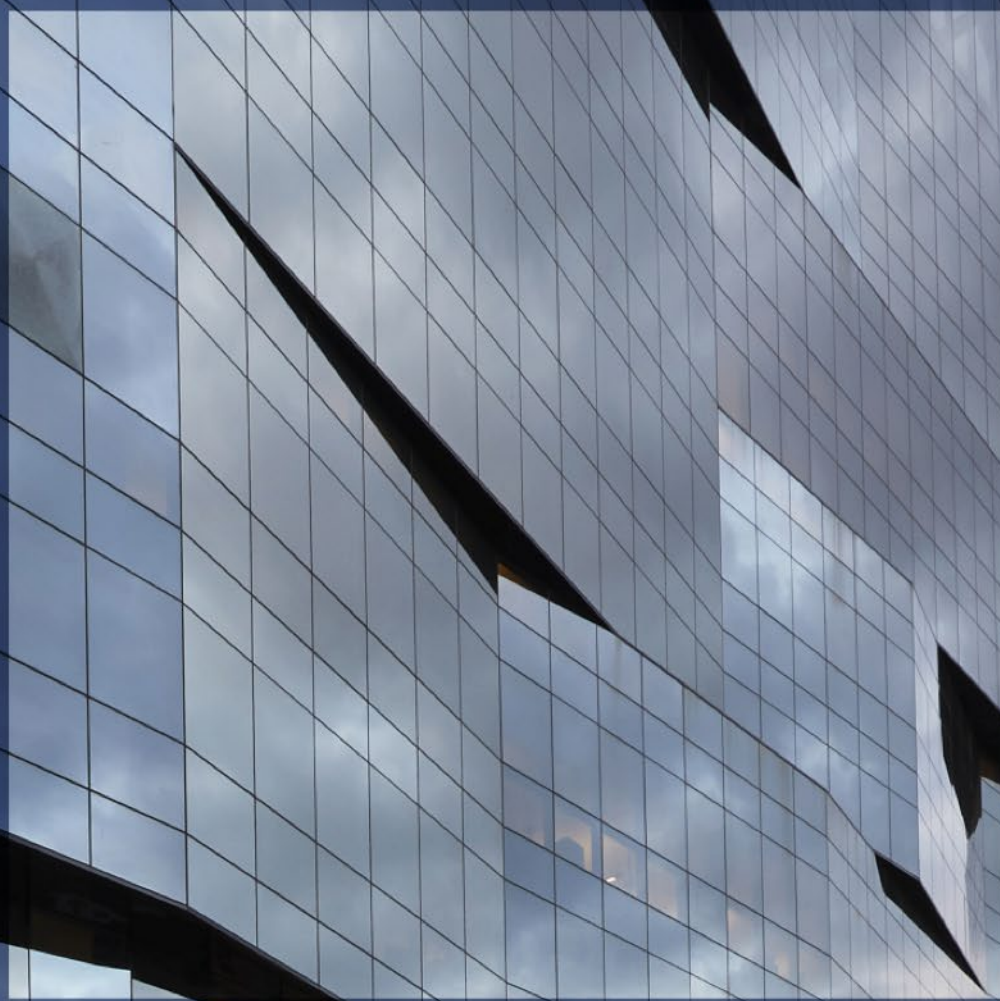
FOCUS

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

01

26 gennaio 2022



Famiglie e imprese in un mondo con più inflazione

Paolo Ciocca



BNL

GRUPPO BNP PARIBAS

La banca
per un mondo
che cambia

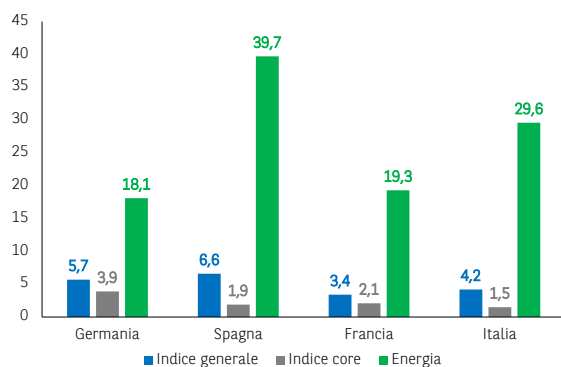
fOCUS

ECONOMIA E BANCHE

SINTESI

L'inflazione in Italia, Francia, Germania e Spagna

(var. % a/a; dicembre 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Prezzi alla produzione in Italia

(var. % a/a)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Italia, il 2021 si è chiuso con una crescita dei prezzi superiore al 4%. Un'inflazione in aumento si confronta con tassi di interesse bassi, rendendo meno agevole la gestione del risparmio, in particolare dopo che la pandemia ha orientato gli italiani verso una maggiore prudenza. Il saldo dei depositi delle famiglie ha superato i 1.600 miliardi. Con tassi vicini allo zero e un'inflazione intorno al 4%, il valore nominale di questa ricchezza rimane invariato, mentre il potere d'acquisto si riduce.

La dinamica dell'inflazione mostra elementi di ancora maggiore attenzione se dai prezzi al consumo si passa a quelli alla produzione, aumentati di oltre il 20%, ponendo le aziende in una situazione complessa, strette tra costi in crescita e una domanda finale ancora incerta. Un processo che si sviluppa in maniera eterogenea a livello settoriale.

In questo contesto, diviene sempre più importante favorire la patrimonializzazione delle imprese, agevolando la canalizzazione del risparmio verso il sistema produttivo. Ne trarrebbero beneficio le famiglie, grazie ad un migliore equilibrio tra sicurezza e rendimento nella gestione del patrimonio. Ne deriverebbero vantaggi per le imprese, sia patrimoniali che economici. Un circolo virtuoso, che aiuterebbe a superare le complessità emerse durante la crisi.



FAMIGLIE E IMPRESE IN UN MONDO CON PIÙ INFLAZIONE

Paolo Ciocca*

Responsabile Servizio Studi BNL – Gruppo BNP Paribas

paolo.ciocca@bnlmail.com

Da mesi, le principali economie mondiali convivono con uno scenario che fino a poco tempo fa sembrava relegato ad un lontano passato: un'inflazione in costante accelerazione, destinata a rimanere su livelli elevati più a lungo di quanto atteso. Una situazione complessa, spiegata da una pluralità di fattori.

Dopo la brusca interruzione dell'attività produttiva nella prima parte del 2020, la domanda è tornata a crescere più rapidamente di quanto si potesse prevedere, concentrandosi sul comparto dei beni, data la complessità che ha continuato ad interessare i servizi. L'offerta si è, invece, trovata ad affrontare gli effetti di una serie di strozzature che hanno indebolito la capacità di soddisfare la crescente domanda. Le restrizioni introdotte per contrastare la diffusione del virus hanno prodotto conseguenze più forti di quanto stimato su sistemi industriali con produzioni sempre più organizzate con metodologie *just in time*, finalizzate a minimizzare le giacenze di magazzino e contenere i costi di gestione. Oltre questo, molti settori hanno sofferto lunghi periodi caratterizzati da un basso livello di investimenti, con effetti sulla capacità produttiva e, quindi, sulla possibilità di reagire con flessibilità a rapidi cambiamenti nella domanda. Strozzature che hanno interessato molte materie prime, come metalli, legno, ed energia, ma anche il comparto dei trasporti, con un allungamento dei tempi di consegna che si è andato ad aggiungere all'aumento dei prezzi, il mercato del lavoro, con una carenza in particolare di lavoratori qualificati esperti in digitalizzazione, e alcuni prodotti intermedi, come i microprocessori, che hanno risentito anche dei cambiamenti negli stili di vita conseguenti allo sviluppo della pandemia.

Un'inflazione elevata produce effetti significativi, sia per le famiglie che per le imprese. Una considerazione che acquista maggiore importanza tenendo conto del fatto che molti dei fattori alla base dell'aumento dei prezzi sono difficilmente risolvibili nel breve periodo. Nel caso dei semiconduttori, ad esempio, l'aumento della capacità produttiva non è semplice, considerati gli elevati costi fissi e il tempo necessario a portare il prodotto sul mercato. È, quindi, opportuno ragionare sulle criticità che interessano le famiglie e le imprese, per provare ad immaginare un percorso da seguire.

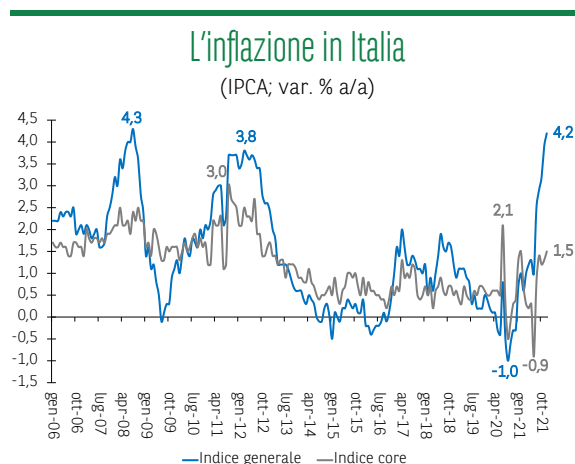
Accelera la crescita dei prezzi al consumo

Nei sette anni precedenti la diffusione del virus, l'inflazione in Italia aveva seguito una dinamica estremamente moderata, scendendo in diversi momenti anche in territorio negativo, per poi stabilizzarsi nella seconda metà del 2019 poco sopra lo zero. Nel 2020, il blocco del commercio e delle produzioni, con il conseguente crollo delle quotazioni del petrolio, aveva spinto l'inflazione nuovamente in territorio negativo, scendendo al -1% a settembre 2020, il valore più basso di sempre. Con la ripresa della domanda e l'emergere delle strozzature dal lato dell'offerta, l'inflazione ha, però, registrato una fortissima accelerazione, raggiungendo il 4,2% a dicembre 2021. Negli ultimi venti anni, solo nel 2008 era stata registrata un'inflazione superiore

* Le opinioni espresse impegnano unicamente l'autore.



al 4%, mentre tra la fine del 2011 e l'inizio del 2012 la crescita dei prezzi si era fermata al 3,8%. Di particolare interesse quanto accaduto nei singoli capitoli di spesa.



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Italia, la dinamica dell'inflazione appare strettamente legata all'evoluzione dei prezzi della componente energia, data anche la profonda dipendenza dalle importazioni per il soddisfacimento del fabbisogno interno. Nel pieno della crisi 2020, i prezzi dell'energia avevano registrato una brusca flessione, con la variazione annuale scesa al -13% a maggio. La ripresa, con le sue particolarità, ha portato l'inflazione in questo capitolo di spesa a stabilizzarsi intorno al +30% nella parte finale del 2021. Un'accelerazione che è anche la conseguenza di quanto accaduto nel mercato dei cambi, con l'euro passato da 1,23 dollari a inizio 2021 a 1,13 alla fine dello scorso anno.

Nonostante l'accelerazione degli ultimi mesi, la crescita annuale dell'indice core, quello meno volatile, che misura la variazione dei prezzi al netto dell'energia, degli alimentari, dell'alcol e del tabacco, e, quindi, viene spesso considerato come più rappresentativo del contesto inflazionistico interno, si è, invece, fermata all'1,5% a dicembre 2021, un valore pari alla metà del massimo degli ultimi quindici anni.

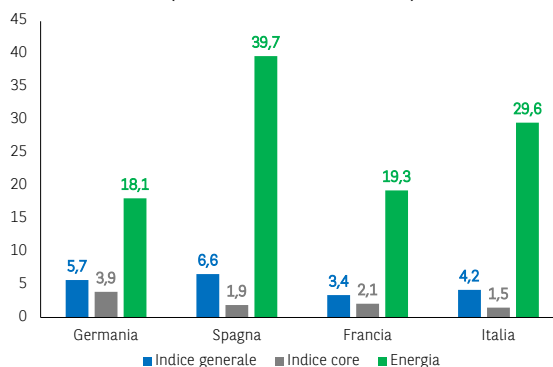
Tra i diversi capitoli di spesa, il comparto casa e quello dei trasporti riflettono quanto accade all'energia, sperimentando una crescita prossima rispettivamente al 14% e al 10%. L'inflazione risulta, invece, negativa nel comparto delle comunicazioni e in quello dell'istruzione e intorno allo zero nella ricreazione, spettacoli e cultura. Di particolare importanza l'accelerazione che sta interessando i prodotti alimentari e le bevande analcoliche, con la crescita annuale passata dall'1% di ottobre a quasi il 3% di dicembre, mentre quella dei servizi ricettivi e di ristorazione ha superato il 3,5%.

Sebbene l'aumento dell'inflazione interessi tutte le principali economie europee, emergono tra i diversi paesi differenze nelle determinanti della crescita dei prezzi.

In Germania, l'inflazione ha raggiunto il 6%, per poi ridursi leggermente a dicembre 2021. L'aumento della componente energia è, però, inferiore al 20%, oltre 10 punti percentuali in meno di quanto registrato in Italia. La componente core si è, invece, stabilizzata intorno al 4%. L'inflazione tedesca risente del anche del taglio temporaneo apportato alle aliquote IVA, ridotte a luglio 2020 per poi tornare ai valori precedenti all'inizio del 2021. In Francia, l'energia ha una dinamica simile a quella tedesca, ma, grazie ad un'inflazione core intorno al 2%, la crescita dell'indice complessivo si ferma sotto il 3,5%. In Spagna, l'aumento dei prezzi dell'energia risulta anche più forte di quello italiano, spingendo l'inflazione vicino al 7%, nonostante una crescita ancora contenuta dell'indice core.

L'inflazione in Italia, Francia, Germania e Spagna

(var. % a/a; dicembre 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat



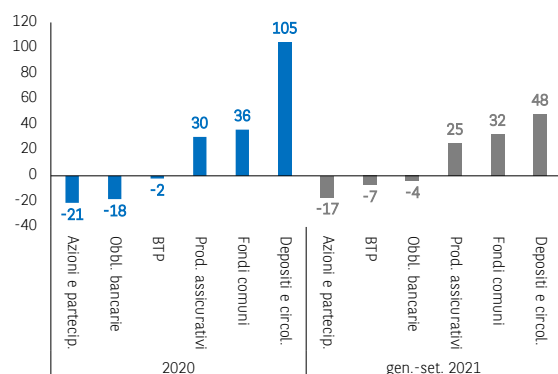
Crescono i prezzi, soffre la ricchezza finanziaria delle famiglie

Inflazione in crescita e tassi d'interesse bassi: una combinazione che rende più complessa la gestione del risparmio delle famiglie, in particolar modo in un periodo straordinario come quello che stiamo vivendo, con la pandemia che ha reso gli italiani più prudenti di quanto già non fossero, guidando sia le decisioni di consumo e risparmio che le scelte di investimento.

Nel 2020, la propensione al risparmio era raddoppiata: le famiglie erano passate dal mettere da parte l'8% del reddito disponibile ad accantonarne il 16%, arrivando ad investire 125 miliardi di euro in attività finanziarie. A differenza del passato, quando gli italiani cercavano un difficile equilibrio tra sicurezza e rendimento, le scelte di investimento avevano guardato prevalentemente alla liquidità. 105 miliardi erano, infatti, stati accantonati nei depositi, un importo molto più alto dei poco più di 65 miliardi investiti in fondi comuni e prodotti assicurativi.

Gli investimenti in attività finanziarie delle famiglie italiane

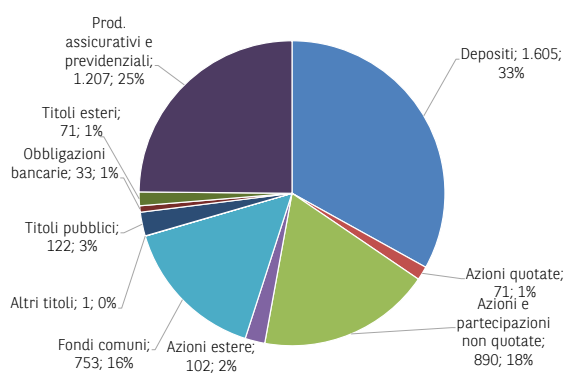
(flussi; miliardi di euro)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

La ricchezza finanziaria delle famiglie italiane

(settembre 2021; miliardi di euro e % del totale)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Banca d'Italia

Nel 2021, con l'inizio della ripresa, il miglioramento del contesto epidemiologico e l'allentamento delle restrizioni alla mobilità, le famiglie hanno iniziato un cammino verso comportamenti più orientati a una nuova normalità, mantenendo, comunque, la prudenza al centro. Nei primi nove mesi dello scorso anno, poco più di 70 miliardi di euro sono stati investiti in attività finanziarie, un importo non distante da quello che aveva caratterizzato il 2020. Nelle decisioni di investimento sembra, però, essere tornato un interesse per il rendimento, sebbene i depositi abbiano continuato ad attrarre l'attenzione delle famiglie, con quasi 50 miliardi accantonati.

Maggiore propensione al risparmio e profonda attenzione per la sicurezza e la liquidità hanno portato ad un cambiamento nella composizione del portafoglio finanziario degli italiani. Il saldo dei depositi ha superato i 1.600 miliardi di euro, un terzo dei 4.855 miliardi di ricchezza complessiva, mentre il valore dei prodotti assicurativi si è fermato poco sopra i 1.200 miliardi e quello dei fondi comuni intorno ai 750.

Una composizione della ricchezza sulla quale oggi diviene necessario ed urgente ragionare, soprattutto nell'interesse dei risparmiatori. Con tassi di interesse vicini allo zero e un'inflazione intorno al 4%, i depositi delle famiglie perdono valore giorno dopo giorno, con un costo annuo stimabile in circa 60 miliardi di euro. Un processo invisibile, con il valore della ricchezza che rimane invariato, mentre il suo potere d'acquisto si riduce inesorabilmente.

Volano i prezzi alla produzione

La dinamica dell'inflazione mostra elementi di ancora maggiore attenzione se dai prezzi al consumo si passa ad analizzare l'andamento di quelli alla produzione, che, risentendo con particolare forza di quanto accade nel comparto delle materie prime, soprattutto quelle energetiche, mostrano da sempre una maggiore variabilità.



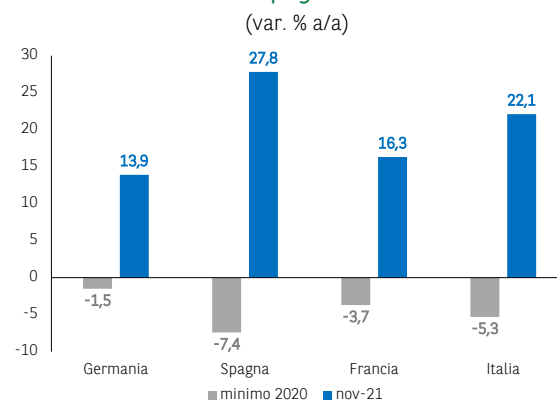
Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

In Italia, nel 2020, i prezzi alla produzione avevano subito una profonda flessione, come conseguenza della brusca interruzione delle attività produttive, che aveva portato i prezzi del petrolio in poco tempo da quasi 70 a circa 20 dollari al barile. Il tasso di variazione annua dei prezzi alla produzione, che, dopo essersi avvicinato al 6% nell'ultima parte del 2018, già nel corso del 2019 era divenuto negativo, aveva registrato una contrazione superiore al 5% nel secondo trimestre 2020. Allungando lo sguardo indietro nel tempo, una flessione di questa entità non rappresenta, però, un evento straordinario: nel 2016 il calo dei prezzi alla produzione aveva raggiunto il 4% e nel 2009 aveva superato il 7,5%.

Con la ripresa dell'attività produttiva e l'emersione in molti settori di strozzature dal lato dell'offerta, i prezzi alla produzione hanno registrato un'accelerazione mai sperimentata in passato: la crescita annuale ha superato il 22% a novembre 2021. Per avere un'idea della dimensione del fenomeno, è sufficiente ricordare che negli ultimi quindici anni il valore più alto era stato registrato alla metà del 2008, quando il tasso di crescita annuale si era avvicinato all'8%, circa un terzo del valore della fine dello scorso anno.

Avendo come origine una serie di criticità che interessano i sistemi economici a livello mondiale, l'accelerazione dei prezzi alla produzione non rappresenta una peculiarità italiana. Il fenomeno appare ancora più evidente in Spagna, dove la crescita si è ormai avvicinata al 30%, mentre meno forte, sebbene comunque ampio, appare l'incremento in Francia e Germania, rispettivamente +16,3% e +13,9%.

Prezzi alla produzione in Italia, Francia, Germania e Spagna



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Aumentano i costi, soffre il manifatturiero

In Italia, la forte accelerazione dei prezzi alla produzione risente in particolare di quanto accade al comparto energia, con la variazione annuale passata dal -22% di maggio 2020 al +74% di novembre 2021. Il prezzo del petrolio, dopo il brusco calo che aveva caratterizzato la prima parte dello scorso anno, è aumentato rapidamente, stabilizzandosi intorno agli 80 dollari. Ancora più ampio l'aumento del prezzo del gas, che da valori intorno ai 20 euro per MH all'inizio



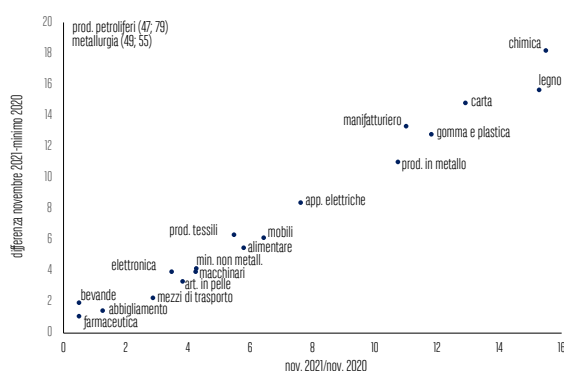
del 2021 ha superato i 100 euro a dicembre, con punte giornaliere intorno ai 180. Una dinamica sostenuta interessa anche i beni intermedi, con i prezzi alla produzione in crescita del 17,5%, mentre i beni strumentali si fermano intorno al 4,5% e i beni di consumo al 3,5%.

Tutte queste dinamiche rendono l'andamento dei prezzi alla produzione a livello settoriale estremamente eterogeneo. I comparti più colpiti sono ovviamente quelli maggiormente legati sia alla componente energia che agli altri input interessati dalle strozzature dal lato dell'offerta.

Il comparto dei metalli e prodotti in metallo soffre più degli altri, risentendo sia del raddoppio dei prezzi della materia prima di base che dei maggiori costi dell'energia: la crescita dei prezzi alla produzione nella metallurgia ha raggiunto quasi il 50%, mentre i prodotti in metallo

Prezzi alla produzione in Italia

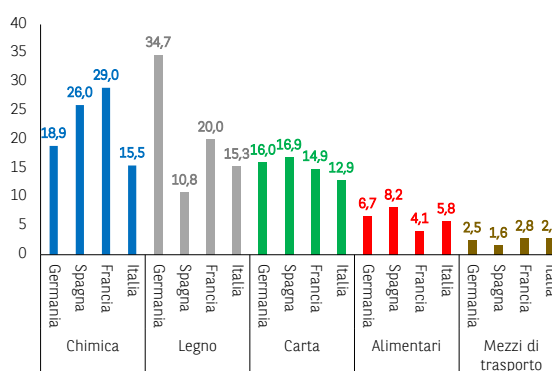
(var. %)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Prezzi alla produzione per settore in Italia, Francia, Germania e Spagna

(var. % a/a; novembre 2021)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

umentano di poco più del 10%. Il comparto della metallurgia è uno di quelli a soffrire maggiormente anche nelle altre principali economie europee, sebbene l'aumento annuale risulti più contenuto, fermandosi intorno al 35% sia in Francia che in Germania e sotto al 45% in Spagna.

In Italia, una dinamica sostenuta dei prezzi alla produzione interessa anche i comparti della chimica, del legno, della carta e della gomma e plastica, con tassi di crescita annuali che vanno dal 12% al 16%. Nel confronto con le altre economie europee emergono differenze anche significative. In Francia e in Spagna soffre molto la chimica (rispettivamente +29% e +26%), mentre in Germania il legno, nonostante il rallentamento dell'ultimo periodo, si avvicina al 35%.

Intorno al 6% risulta, invece, la crescita in Italia dei prezzi alla produzione nel comparto dei prodotti tessili, in quello dei prodotti alimentari e in quello dei mobili, mentre nel settore dei mezzi di trasporto l'aumento si ferma sotto il 3%. Un andamento simile a quello delle altre principali economie europee, salvo una maggiore tensione per i mobili e i prodotti tessili in Francia e per i prodotti alimentari in Spagna.

In Italia, una dinamica estremamente contenuta caratterizza, infine, la farmaceutica, l'abbigliamento e le bevande.

Prezzi alla produzione, margini e redditività delle imprese italiane

Le imprese si vengono, dunque, a trovare in una situazione estremamente complessa, strette tra costi produttivi in crescita e una domanda finale che, sebbene in ripresa, rimane incerta,



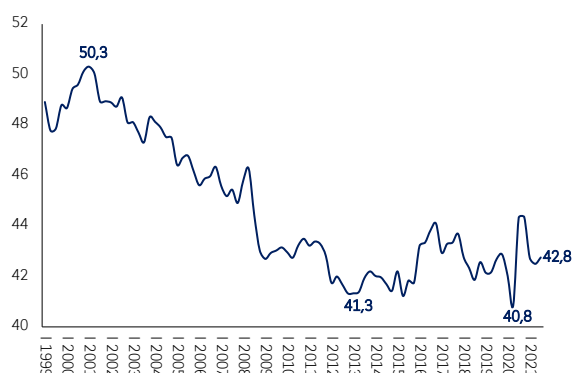
rendendo complesso il trasferimento dei maggiori costi sui prezzi di vendita. Una crescente tensione sui margini che si sviluppa in un momento caratterizzato dal permanere della redditività delle imprese su livelli storicamente bassi. All'inizio degli anni Duemila, il rapporto tra il risultato lordo di gestione e il valore aggiunto delle società non finanziarie aveva superato il 50%. Era poi iniziato un graduale peggioramento delle condizioni economiche, che aveva portato la redditività delle imprese italiane poco sopra il 40% alla fine della recessione 2012-13, quella originata dalla crisi dei debiti sovrani. Negli otto anni successivi, nonostante parziali recuperi durante le fasi di ripresa dell'economia, la redditività si è mantenuta su livelli contenuti, risultando pari al 42,8% nel III trimestre 2021. Con un valore aggiunto che su base annuale supera gli 800 miliardi di euro, 7 punti percentuali di minore redditività equivalgono, a parità di valore aggiunto a circa 60 miliardi di minore risultato lordo di gestione.

Nel valutare l'impatto che le tensioni sugli input produttivi potrebbero avere sui bilanci delle imprese italiane occorre considerare le caratteristiche del processo produttivo dei singoli settori. Il peso del costo degli input sul valore della produzione varia, infatti, in maniera considerevole da comparto a comparto.

Nel settore dell'elettronica, in quello dei prodotti in metallo e nella farmaceutica i costi assorbono circa il 65% del valore della produzione. La media del manifatturiero si posiziona intorno al 75%, al di sotto della quale si trovano i minerali non metalliferi, i mobili, i macchinari

Redditività delle società non finanziarie italiane

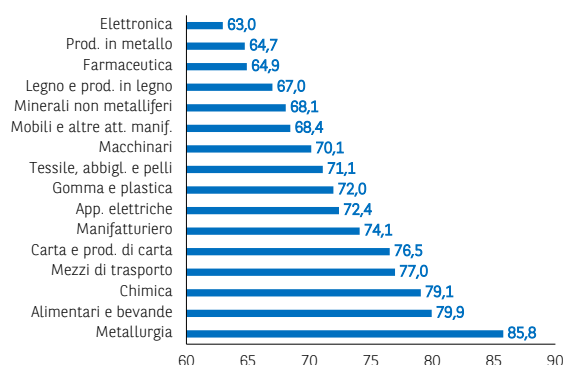
(risultato lordo di gestione in % del valore aggiunto)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

Il peso del costo degli input produttivi nei bilanci delle società non finanziarie italiane

(costi di produzione in % del valore della produzione; media 2010-19)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Istat

e il tessile, abbigliamento e pelli, con un valore intorno al 70%, mentre sopra il dato medio si posizionano i mezzi di trasporto, la chimica e l'alimentare, nei quali il peso dei costi risulta intorno all'80%, e la metallurgia che, invece, supera l'85%.

Incrociando i dati sull'andamento dei prezzi alla produzione con il peso dei costi nei bilanci delle imprese, situazioni di attenzione emergono in particolare nella metallurgia, nella chimica e nella carta. L'alimentare sperimenta un'evoluzione ancora moderata dei prezzi alla produzione, che si confronta, però, con un peso dei costi produttivi elevato. Meno complessa la situazione nell'elettronica, nel tessile, abbigliamento e pelli e nella farmaceutica. Il comparto dei prodotti in metallo, sebbene caratterizzato da un più basso peso dei costi produttivi, risente di quanto accade nella metallurgia.

Verso un circolo virtuoso tra famiglie e imprese

Le strozzature dal lato dell'offerta hanno effetti profondi e variegati sull'attività delle imprese. Nella maggior parte dei casi, l'aumento dei prezzi degli input, in particolare nel comparto energetico, determina una crescita dei costi, con potenziali conseguenze sui margini. In un numero più ristretto di casi, le difficoltà dell'offerta nel soddisfare le quantità domandate portano a rallentamenti, o anche interruzioni, del ciclo produttivo, senza effetti rilevanti sui costi. È quanto accade, ad esempio, nel comparto dei mezzi di trasporto: la carenza di semiconduttori contribuisce a determinare un calo della produzione, in controtendenza rispetto al resto del manifatturiero, mentre i prezzi alla produzione sperimentano una dinamica più moderata di quella media.

Tutto questo accade in un periodo in cui le imprese, nonostante la ripresa economica, vedono la redditività rimanere su livelli storicamente bassi. A questo si aggiungono gli effetti del graduale ritorno ad una normalità finanziaria, con la riduzione dei sostegni introdotti durante la crisi, come le moratorie e le garanzie pubbliche sui finanziamenti.

In questo contesto, diviene, dunque, sempre più importante favorire la patrimonializzazione delle imprese italiane, con particolare attenzione al comparto delle piccole e medie. I poco più di 1.600 miliardi di euro accantonati nei depositi delle famiglie rappresentano un'ingente quantità di risorse, oggi investite in maniera improduttiva, alle quali guardare con attenzione. Occorre trovare gli strumenti per favorire la canalizzazione di queste risorse verso il sistema produttivo italiano, creando anche un contesto esterno che agevoli questo processo. Ne trarrebbero beneficio le famiglie, grazie ad un migliore equilibrio tra sicurezza e rendimento nella gestione della loro ricchezza finanziaria. Ne deriverebbero, però, anche vantaggi per le imprese, sia patrimoniali che economici.

È complesso immaginare quanti di questi 1.600 miliardi potrebbero essere trasferiti nel sistema produttivo. Un confronto storico può, però, aiutare ad avere un'idea sulla dimensione del fenomeno. Negli anni Duemila, le famiglie italiane destinavano ai depositi il 25% della loro ricchezza finanziaria. Nell'ultimo periodo, la quota di questo strumento sul totale del portafoglio si è stabilizzata intorno al 33%. Con un valore delle attività finanziarie pari a 4.855 miliardi, 8 punti percentuali in più di risorse accantonate nei depositi equivalgono a quasi 390 miliardi. Immaginando di destinarne gradualmente anche solo 100 ad investimenti nel capitale delle imprese, con una contemporanea riduzione dei debiti finanziari, si può stimare che il leverage delle società non finanziarie italiane si ridurrebbe, dall'attuale 40%, di circa 3 punti percentuali, mentre gli oneri finanziari calerebbero di 1 miliardo, con un risparmio di quasi il 10% rispetto agli anni precedenti. Un circolo virtuoso tra famiglie e imprese che aiuterebbe a superare le complessità emerse durante la crisi.

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo BNP Paribas e possono essere soggette a cambiamenti senza preavviso. Le informazioni e le opinioni riportate in questo documento si basano su fonti ritenute affidabili ed in buona fede. Il presente documento è stato divulgato unicamente per fini informativi. Esso non costituisce parte e non può in nessun modo essere considerato come una sollecitazione alla vendita o alla sottoscrizione di strumenti finanziari ovvero come un'offerta di acquisto o di scambio di strumenti finanziari. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.

