



BNL Economic Research

focus

ECONOMIA E BANCHE

NUMERO

16

5 giugno 2023

Un'inflazione testarda
Simona Costagli



BNL

BNP PARIBAS

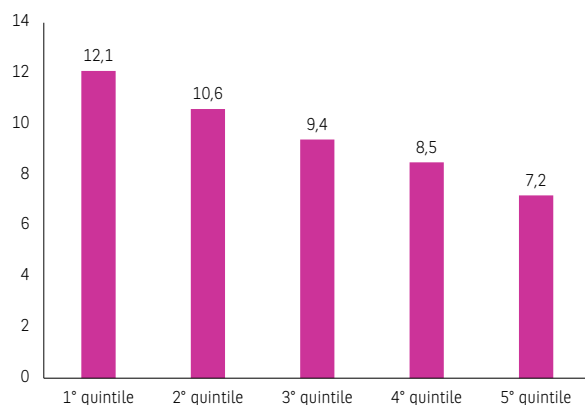
La banca
per un mondo
che cambia

SINTESI

“Stubborn”, testarda: è il modo il cui il FMI definisce l’inflazione mondiale, confermando l’idea che l’aumento dei prezzi a livello globale sia un fenomeno più resistente di quanto non si fosse previsto in precedenza. Il balzo dell’inflazione che ha seguito la pandemia è stato in effetti straordinario: a livello mondiale mediamente il costo della vita è aumentato più nei 18 mesi da gennaio 2021 a giugno 2022 che nel complesso dei 5 anni precedenti.

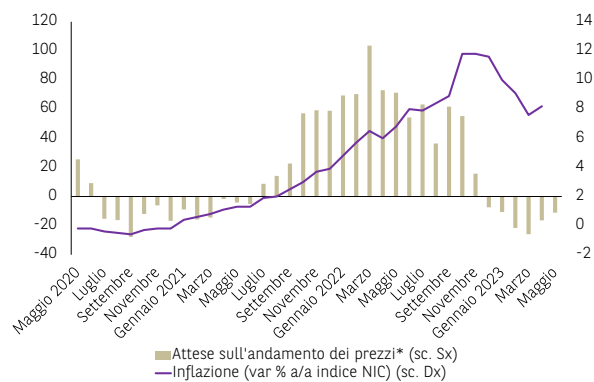
Nell’area euro i valori dell’inflazione che si registrano da novembre 2021 sono i più elevati dall’introduzione della moneta unica e nei primi quattro mesi del 2023 la variazione media dei prezzi calcolata con l’indice IPCA è risultata del 7,7% (contro il +6,4% medio di incremento dello stesso periodo del 2022). Tra gennaio e aprile l’aumento è risultato sostenuto in particolare in Italia (+9,3% a/a medio mensile nei quattro mesi - indice IPCA) e in Germania (+8,4%).

L’inflazione in Italia nel 2022 per classi di spesa delle famiglie
 (var % a/a)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Attese di aumento dei prezzi e inflazione in Italia
 (Saldo tra attese di aumento e di diminuzione dei prezzi* e var % a/a)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Una maggiore conoscenza e consapevolezza delle dinamiche economiche permette ai consumatori di prendere decisioni più accurate e sostenibili. Nel caso dell’inflazione, in particolare, è importante ricordare che essa è solo un’indicazione generica di quanto in media i prezzi di un paniere rappresentativo di beni e servizi variano nel tempo. Non tutti i prezzi dei diversi prodotti o servizi, però, crescono nella stessa misura. L’Istat stima per l’Italia un differenziale di inflazione tra famiglie nella classe di spesa più bassa e più alta di circa cinque punti percentuali in media nel 2022.



UN'INFLAZIONE TESTARDA

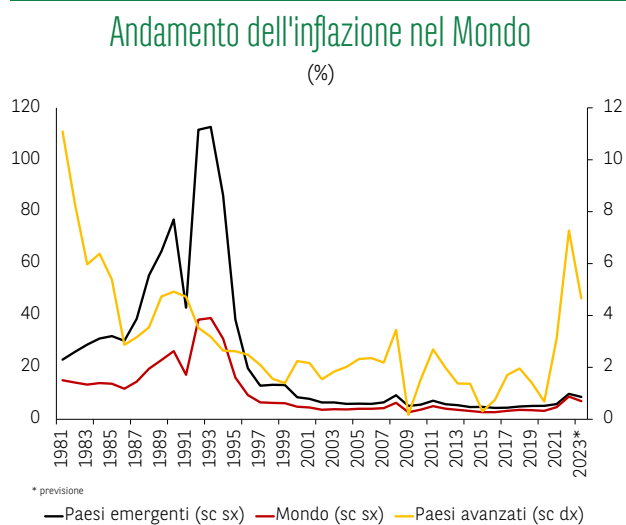
Simona Costagli*

Economic Research BNL BNP Paribas

simona.costagli@bnpparibas.com

“Stubborn”, testarda: è il modo il cui il Fondo monetario internazionale ha definto l’inflazione mondiale nell’ultimo Weo¹ dello scorso aprile, confermando l’idea che l’aumento dei prezzi a livello globale sia un fenomeno più resistente di quanto non si fosse previsto in precedenza, nonostante il percorso di rientro iniziato già nella seconda metà del 2022.

Il balzo dell’inflazione che ha seguito la pandemia è stato in effetti straordinario: a livello mondiale mediamente il costo della vita è aumentato più nei 18 mesi da gennaio 2021 a giugno 2022 che nel complesso dei 5 anni precedenti. L’aumento è derivato in larghissima misura dai prezzi delle materie prime, ma anche da quello degli alimentari, che da gennaio 2021 a giugno 2022 hanno eroso il potere d’acquisto globale più di quanto abbia fatto l’inflazione complessiva tra il 2016 e il 2020. All’aumento eccezionale dei prezzi dell’energia (progressivamente ma solo parzialmente rientrati già dall’autunno 2022) è seguita in tutti i paesi un’ondata di aumenti che si è propagata a tutte le altre componenti del paniere dei consumi, in modo diffuso e capillare, dando luogo a un’inflazione più persistente di quanto immaginato in un primo momento. Nei soli paesi avanzati, il livello dei prezzi al consumo nei tre anni precedenti la pandemia di Covid 19 è aumentato del 6%, nei tre anni successivi di quasi il 20%.



Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su FMI

Nonostante a livello globale l’aumento generale dei prezzi abbia mostrato una tendenza al rallentamento già da metà 2022, grazie soprattutto al rientro dei prezzi dell’energia e degli alimentari, il ritmo di crescita rimane comunque su valori più che doppi rispetto ai livelli pre 2021. L’ondata iniziale è ormai diffusa alle componenti più stabili e l’inflazione *core* in molti paesi non sembra aver ancora raggiunto il picco massimo. Secondo le previsioni del FMI, in particolare, in assenza di ulteriori shock, l’inflazione globale al consumo dovrebbe arrivare al 7% in media nel 2023. Le aspettative a medio termine sono peraltro rimaste ancorate, con i principali previsori che vedono valori dell’inflazione generale simili a quelli pre pandemici a cinque anni. Più nel dettaglio: per fine 2023 l’attesa è di

un aumento del 4,7% dei prezzi nei paesi avanzati e dell’8,6% nelle economie emergenti e in via di sviluppo.

Negli Stati Uniti l’inflazione generale ha cominciato a crescere a ritmi più contenuti da ottobre 2022, ma stenta a rimanere sotto il 5% a/a e mostra ancora importanti oscillazioni, soprattutto nelle variazioni mensili. Un rallentamento leggermente più marcato è evidenziato dall’inflazione

* Le opinioni espresse impegnano unicamente l’autrice.

¹ FMI (2023), “A Rocky Recovery”, World economic outlook, aprile.



calcolata sul PCE (*Personal Consumption Expenditure*), un indicatore che viene aggiornato con minore rapidità dell'indice dei prezzi al consumo ma che è più rappresentativo della spesa delle famiglie americane perché include anche le aree rurali (e non solo le urbane), e rivede il paniere a seconda dei mutamenti nelle abitudini dei consumatori che si adeguano alla variazione dei prezzi, il PCE inoltre include le assicurazioni sanitarie. Nel I trimestre del 2023 il tasso di variazione medio mensile del PCE è stato pari a +4,8% (+4,2% a marzo), in notevole discesa dal +5,7% del IV trimestre 2022.

Andamento dell'inflazione negli Stati Uniti

(indice PCE; var % a/a)



Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su BEA

Dopo un 2021 - e parte del 2022 - in cui l'inflazione è stata in gran parte trainata dall'energia, oggi negli Stati Uniti sono invece i servizi a guidare l'incremento dei prezzi, in particolare le attività legate all'accoglienza, ai viaggi aerei e alla cura dei bambini, settori nei quali una grave carenza di lavoratori tende anche a favorire l'aumento dei salari.

All'andamento globale fa eccezione la Cina, dove i prezzi continuano a seguire un andamento fiacco e il dato ufficiale di aprile 2023 (+0,1% a/a) è risultato il più basso al mondo. Nonostante le riaperture seguite all'abbandono della politica del Covid zero, nel paese la domanda interna è ancora lontana dal saturare la piena capacità

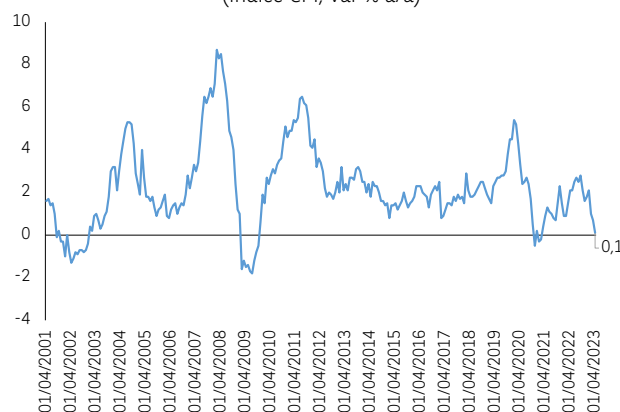
produttiva; il mercato immobiliare (che con l'indotto rappresenta circa un quarto dell'economia del paese) mostra inoltre andamenti molto contenuti, mentre gli affitti ancora in discesa contribuiscono a tenere frenato l'indice dei prezzi.

Per l'intera area euro i valori che si registrano da novembre 2021 sono i più elevati dall'introduzione della moneta unica, e nei primi quattro mesi del 2023 la variazione media dei prezzi calcolati con l'indice armonizzato è risultata del 7,7% (contro il +6,4% medio di incremento dello stesso periodo del 2022). Tra gennaio e aprile l'aumento è risultato sostenuto in particolare in Italia (+9,3% a/a medio mensile nei quattro mesi) e in Germania (+8,4%), in entrambi i paesi il dato si deve in larga misura agli aumenti registrati tra gennaio e febbraio, cui è poi seguito un andamento più contenuto.

Dopo l'iniziale fiammata dovuta soprattutto all'aumento del prezzo dell'energia, nei mesi più recenti l'andamento dell'inflazione tra i paesi dell'area euro è stato determinato soprattutto dai beni alimentari e dai servizi. Nonostante la discesa delle quotazioni delle materie prime agricole, tra gennaio e aprile nei venti paesi della moneta unica i prezzi dei prodotti alimentari sono saliti del 16,5% rispetto allo

Andamento dell'inflazione in Cina

(indice CPI; var % a/a)



Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su Bureau of Statistics of China

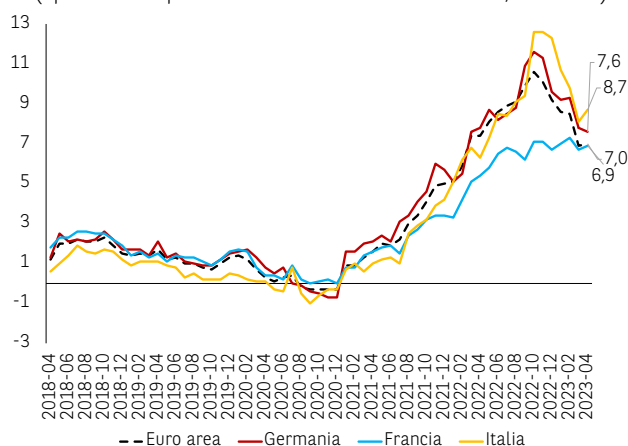


stesso periodo del 2022, con un picco che in Germania ha sfiorato il 21%. In Italia si è arrivati al 12,9% a/a (contro il 5,3% dei primi quattro mesi del 2022). Nel paniere di consumo degli europei la riduzione del prezzo di alcuni prodotti (tra cui pane e cereali) è risultata più che bilanciata dall'aumento di altri (frutta e verdura soprattutto); inoltre, a pesare sul comparto alimentare contribuiscono frizioni persistenti lungo le catene internazionali di produzione e il carattere di lungo periodo dei contratti di importazione, che tendono a ritardare i benefici della riduzione del prezzo delle materie prime agricole sui consumatori.

Sebbene su livelli più contenuti, in Europa anche l'inflazione dei servizi continua a mostrare un andamento crescente: in media, nei primi quattro mesi del 2023 tra i paesi della moneta unica l'aumento è stato del 4,9% a/a, contro il 2,7% a/a dello stesso periodo del 2022. In Italia il valore medio mensile tra gennaio e aprile è arrivato al 4,8%, più che doppio rispetto al ritmo di crescita dei primi quattro mesi del 2022 (+2,1%). Pur se in rallentamento, nel nostro paese guidano l'aumento i servizi legati al turismo: trasporti, pacchetti vacanza, alloggio e ristorazione. Crescono meno della media, invece, i prezzi delle attività di comunicazione, dei servizi ricreativi e culturali, dell'istruzione e dei servizi sanitari.

Andamento dell'inflazione in alcuni paesi europei

(Aprile 2008-aprile 2023 - Indice armonizzato HCPI; var % a/a)



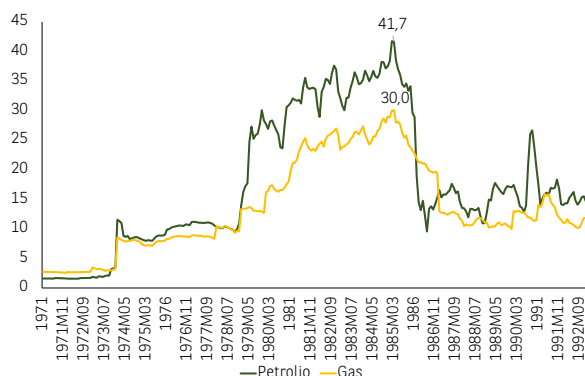
Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su Eurostat

Il confronto con gli episodi inflazionistici passati: il caso dell'Italia

Il prolungamento della fase di crescita dell'inflazione ha portato molti a paragonare la fase attuale a quella che caratterizzò gli anni tra il 1973 e il 1986, periodo in cui l'inflazione in Italia è arrivata a toccare livelli non più sperimentati fino a pochi mesi fa. Sebbene i due periodi presentino alcune similitudini, tuttavia sono anche notevoli le differenze. Tra le similitudini vi è certamente il ruolo giocato dall'eccezionale aumento del prezzo di petrolio e gas: nella crisi degli anni '70-'80, tuttavia, il prezzo del petrolio impiegò poco più di dieci anni – da gennaio 1974 (quando in un mese il prezzo triplicò) a marzo 1985 – per arrivare a un picco, registrando nel complesso un aumento del 261% circa. Nel caso del gas, nello stesso periodo di tempo l'aumento fu del 252%. In questa più recente ondata inflazionistica (durante la quale il gas sul mercato di Amsterdam – quello di riferimento per i listini italiani – è arrivato a quotare quasi quattro volte il prezzo del Brent, a parità di potere calorico) il picco è stato raggiunto in modo molto più repentino: in soli venti mesi, da gennaio 2021 (quando si sono registrati i primi rialzi che hanno seguito l'uscita dalla pandemia), il prezzo del gas ha raggiunto il picco a settembre 2022, registrando un aumento del 1.337%. Per quanto riguarda il petrolio, le cui quotazioni hanno raggiunto il picco con due mesi di anticipo, la crescita è stata del 177% in diciannove mesi. Tra le materie prime non energetiche che hanno avuto un impatto importante nella crescita dei prezzi finali al consumo (in particolare dei beni alimentari, minerali e prodotti in metallo), i fertilizzanti e i metalli hanno seguito andamenti simili nei due episodi inflazionistici, ripiegando su valori rimasti comunque tra il 50 e il 150% più alti che nei periodi pre crisi. Nel caso delle materie prime agricole lo shock degli anni '70 sembra essere stato assorbito con maggiore difficoltà rispetto a quanto accaduto di recente.

Quotazioni di petrolio greggio e gas naturale sul mercato europeo tra il 1971 e il 1992

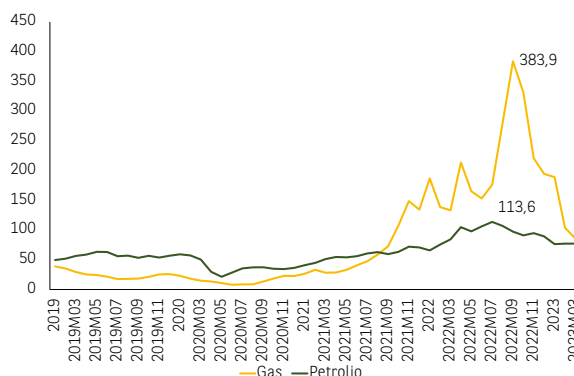
(Prezzi medi mensili in ecu per barile equivalente di petrolio)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Quotazioni di petrolio greggio e gas naturale sul mercato europeo tra il 2019 e il 2023

(Prezzi medi mensili in euro per barile equivalente di petrolio)

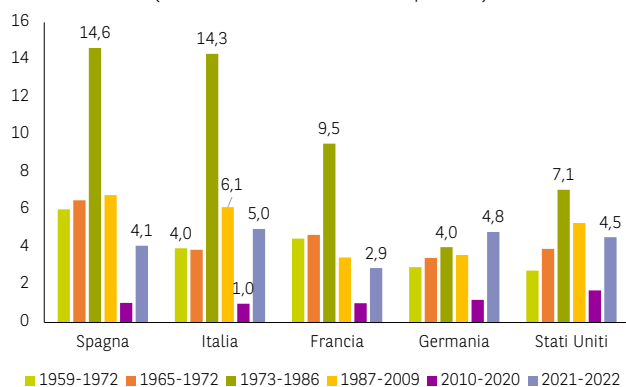


Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Dal lato delle differenze, sono da sottolineare il ruolo più modesto giocato dalla domanda aggregata nella fase attuale, una dinamica salariale più contenuta rispetto agli anni '70-'80 (soprattutto in Europa) e una reazione delle banche centrali che oggi è basata su una maggiore trasparenza informativa.

Andamento dell'inflazione al consumo in alcuni paesi

(variazioni medie annue nel periodo)



Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su Istat

Per il nostro paese è poi da ricordare che l'entrata nel lungo periodo di inflazione degli anni '70-'80 seguiva circa sette anni (1965-72) di prezzi in crescita a un ritmo in linea con quello di Francia e Germania (intorno al 4%, contro il 6% di Regno Unito e Spagna).² Gli shock che seguirono ebbero però sull'Italia un impatto maggiore che negli altri paesi e portarono il tasso di crescita dei prezzi al 14% medio (oltre tre volte il dato precedente lo shock), un valore pari a 4,8 p.p. più del dato francese e 10,3 p.p. più di quello tedesco. Peraltro, al termine di quel lungo periodo di aumento, nel nostro paese l'inflazione si posizionò circa 2 p.p. più in alto del valore pre crisi, mentre in Francia e Germania il

riassorbimento fu completo.

Il più recente periodo di rialzo dei prezzi ha avuto un impatto importante sul nostro paese, ma tra il 2021 e il 2022 l'inflazione media italiana è rimasta in un intervallo simile a quello dei principali paesi europei, risultando di 2,1 p.p. più alta di quella francese e 0,2 p.p. di quella tedesca. Il dato è da leggere anche alla luce della forte dipendenza che l'economia italiana aveva dall'import di gas russo: nel 2020 la quota di consumi di gas coperta da import tra i paesi UE

² Su questo punto si veda: Istat (2023), *Rapporto sulla competitività dei settori produttivi*, aprile, <https://www.istat.it/it/archivio/282020>.



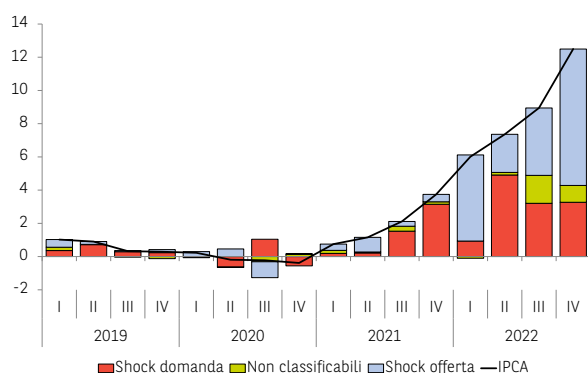
arrivava all'84%, con il 40% coperto dalla Russia. Tra i principali paesi (dopo la Germania, con una quota di gas importato dalla Russia pari al 65,2%), era l'Italia a presentare la quota maggiore (43,3%). Sempre nel 2020, nel nostro paese oltre il 47,7% dell'elettricità e il 63,9% del riscaldamento erano prodotti con il gas. Per questo motivo, non stupisce che il forte balzo del prezzo dell'energia sperimentato dalla primavera del 2022 - che a ottobre 2022 nell'area euro ha raggiunto il picco del 41,5% e in Italia del +71,7% - sia stato il principale innesco dell'inflazione europea. In seguito però, man mano che la sua forza propulsiva è venuta moderandosi, la spinta all'aumento si è diffusa alle componenti meno legate al prezzo dell'energia, tra cui i servizi.

Il ruolo della domanda e dell'offerta nella generazione dell'inflazione

Nel definire gli strumenti idonei al contrasto dell'inflazione, indicazioni utili possono arrivare dalla misura con cui gli shock dal lato della domanda o dell'offerta si riflettono nell'aumento dei prezzi. La stima non è semplice, e implica comunque un grado di incertezza notevole. Seguendo un tentativo fatto dalla Federal Reserve Bank di Saint Francisco per gli Stati Uniti, nel 2022 l'Ocse ha condotto un esercizio di stima su un periodo di 10 anni cercando di identificare la porzione di variazione dei prezzi guidata da shock della domanda, dell'offerta, o ambigui, ossia dove la differenza tra le due componenti è troppo piccola per dare una precisa indicazione. Il dettaglio di dati necessari a condurre un esame di questo tipo ha ridotto il campione a pochi paesi (Regno Unito, Canada, Corea del Sud, Svezia, Danimarca, Stati Uniti, Francia). Secondo l'analisi, a metà 2022 l'influenza della domanda sulla generazione dell'inflazione risultava minima in Corea (spiegandone meno di un quarto) e invece molto più rilevante nel Regno Unito, Canada, Stati Uniti e Francia. Per Danimarca e Svezia (oltre alla Corea) lo shock da offerta è risultato invece prevalente nello spiegare l'aumento generale dei prezzi.

Italia: determinanti dell'inflazione IPCA

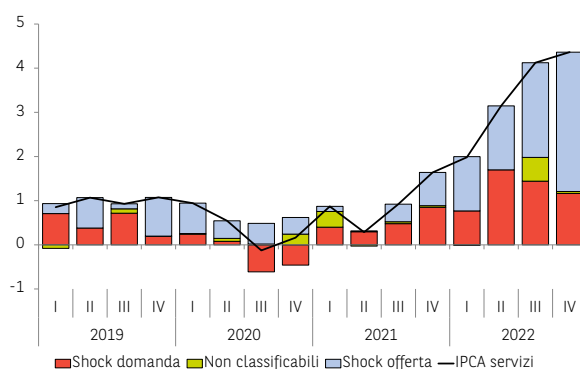
(Punti percentuali per i contributi e valori % per l'indice)



Fonte: fonte: elab. BNL Economic Research su Istat

Italia: determinanti dell'inflazione dei servizi

(Punti percentuali per i contributi e valori % per l'indice)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Un analogo esercizio condotto dall'Istat con riferimento all'Italia mostra come, a partire dal secondo trimestre 2021, la variazione dell'IPCA (l'indice armonizzato dei prezzi) sia stata guidata soprattutto da fattori di offerta (difficoltà nelle forniture di materie prime e semilavorati, rincari energetici, carenza di manodopera). Successivamente sono intervenuti anche fattori di domanda, in particolare nei servizi e nei beni industriali non energetici. Verso la fine del 2022

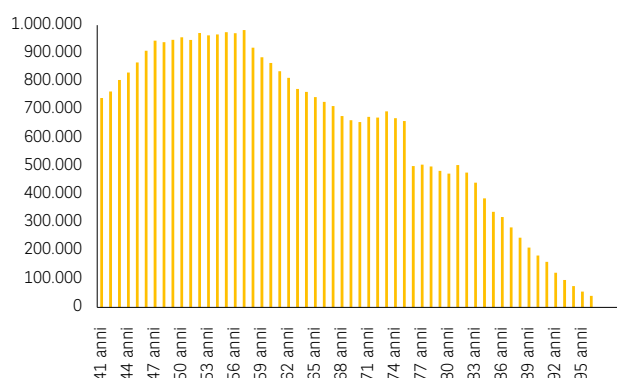
la flessione della domanda interna e l'irrigidimento della politica monetaria hanno limitato il contributo dei fattori di domanda, senza tuttavia risolversi in una apprezzabile riduzione dell'indice generale, che in quel periodo è stato guidato soprattutto da fattori di offerta. A partire dal 2022 in Italia i prezzi dei servizi hanno registrato un'accelerazione evidente, con incrementi divenuti simili a quelli della media dei paesi dell'area euro dove gli aumenti erano visibili già dalla metà del 2021. Il deciso aumento dei prezzi che ha caratterizzato l'inizio del 2022 nel nostro paese è stato guidato soprattutto da fattori di offerta, il cui contributo è poi aumentato nella seconda metà dell'anno influenzando soprattutto i prezzi del trasporto aereo e quelli dei servizi di alloggio e ristorazione. La domanda ha giocato un ruolo importante all'indomani delle riaperture post pandemia, nel 2021, ma nonostante il contributo crescente nel corso dei mesi essa ha comunque svolto un ruolo meno importante di quello delle componenti legate all'offerta.

La percezione dell'inflazione, le aspettative e il ruolo della conoscenza

Nel valutare l'impatto dell'inflazione sulle vite dei consumatori, soprattutto nei paesi occidentali avanzati, e per capire il modo in cui le famiglie hanno formato le loro aspettative, occorre considerare che l'inflazione rappresenta un fenomeno relativamente nuovo per gran parte della popolazione.

Distribuzione della popolazione italiana con più di 41 anni

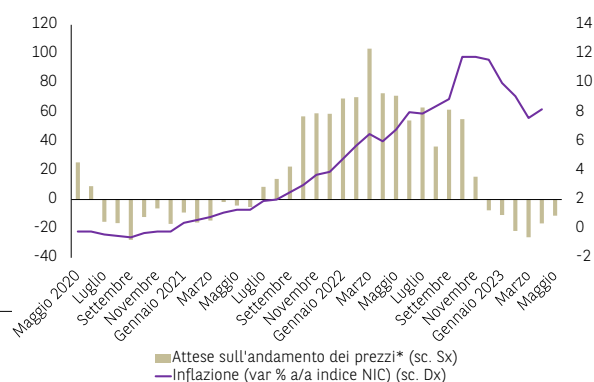
(al 1^ gennaio 2022)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

Attese di aumento dei prezzi e inflazione in Italia

(Saldo tra attese di aumento e di diminuzione dei prezzi* e var % a/a)



Fonte: elaborazione BNL Economic Research su Istat

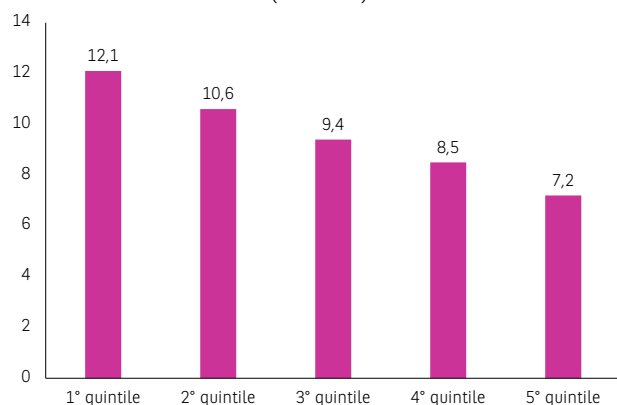
Come si è accennato in precedenza, in Europa un aumento dei prezzi così alto e persistente non si verificava dalla metà degli anni Ottanta. Oggi le persone residenti in Italia con più di 40anni (nate prima degli anni '80) sono circa 35,4 milioni, su un totale di poco meno di 59milioni totali. I nati dopo gli anni Ottanta (poco più di 23 milioni di persone) prima del 2021 non avevano mai sperimentato cosa l'inflazione significasse sul loro vivere quotidiano; si tratta di una fetta ampia di popolazione a cui è stato necessario tempo per comprendere i veri effetti dell'aumento persistente dei prezzi sul loro stile di vita, sulle decisioni di spesa, di risparmio e di investimento. Peraltro, la porzione di popolazione a cui l'inflazione era sconosciuta si amplia ulteriormente se si considera che coloro (tra i vivi) che erano economicamente attivi durante gli anni '70 e '80, e che quindi hanno memoria delle conseguenze materiali del fenomeno, sono solo 17,2 milioni,



vale a dire che solo un terzo della popolazione oggi residente in Italia ha di fatto convissuto con l'inflazione in passato.

Nell'indagine sulla fiducia dei consumatori, l'Istat ha rilevato per l'Italia il primo saldo positivo tra attese di aumento e attese di diminuzione dei prezzi a gennaio 2021. Da allora il numero degli intervistati che si attendeva un aumento dei prezzi è cresciuto in modo progressivo, a fronte di una contrazione di chi si attendeva una riduzione, e il saldo tra i due valori ha raggiunto un picco a marzo del 2022, sette mesi prima di quello toccato effettivamente dall'inflazione. Interessante osservare come l'aumento dei prezzi registrato nell'autunno dello scorso anno sia stato percepito dai consumatori come un tetto talmente alto da non poter essere superato; ne è testimonianza il fatto che già nel mese di dicembre 2022 (con un'inflazione all'11,6%) nella stessa indagine il saldo negativo indicava una prevalenza di aspettative di ribasso dei prezzi. Tale prevalenza si è mantenuta fino alla rilevazione più recente (maggio 2023), nonostante un aumento dei prezzi che ad aprile ha superato il dato di marzo.

L'inflazione in Italia nel 2022 per classi di spesa delle famiglie (var % a/a)



Fonte: elaborazioni BNL Economic Research su Istat

Una maggiore conoscenza e consapevolezza delle dinamiche economiche permette ai consumatori di prendere decisioni più accurate e sostenibili. Nel caso dell'inflazione, in particolare, è importante ricordare che essa è solo un'indicazione generica di quanto in media i prezzi di un paniere rappresentativo di beni e servizi variano nel tempo. Tuttavia, come si è precedentemente accennato, non tutti i prezzi crescono nella stessa misura, e non tutti gli individui hanno lo stesso paniere di consumi. L'eterogeneità fa sì che l'inflazione subita dai diversi consumatori sia molto diversa, così come il suo impatto sul potere d'acquisto. Una recente analisi della BCE,³ ad esempio, rileva come in Europa le classi di reddito più basse

utilizzino oltre il 70% del reddito in spese non comprimibili (ad esempio beni alimentari, spese per la casa e utenze), mentre le classi di reddito più elevate spendono per gli stessi capitoli di spesa meno del 50% del proprio reddito. In tal modo, l'inflazione per le classi più povere in Europa è risultata di circa due punti percentuali più alta di quella sostenuta dalle classi più ricche. L'Istat⁴ in una più recente analisi riferita all'Italia stima in circa 5 p.p. il differenziale inflazionistico tra le famiglie nella classe di spesa più bassa e quella più alta, evidenziando in particolare come il divario si sia ampliato man mano che l'inflazione generale è aumentata.

³ BCE (2022), Bollettino economico, n. 7

⁴ Istat, comunicato stampa sui prezzi al consumo del 17 dicembre 2022 (https://www.istat.it/it/files//2023/01/Prezzi-al-consumo_Def_Dic2022.pdf). L'Istat ordina le famiglie in base alla loro spesa equivalente (che tiene cioè conto della numerosità di ciascuna famiglia così da permettere confronti diretti fra i livelli di spesa di famiglie di ampiezza diversa). Le famiglie vengono poi divise in cinque classi (quinti). Fra le cinque sottopopolazioni così individuate, corrispondenti ai diversi quinti della distribuzione delle spese delle famiglie, nel primo sono presenti le famiglie con la spesa mensile più bassa (e dunque verosimilmente meno abbienti) e nell'ultimo quinto quelle con la spesa mensile più alta (e quindi verosimilmente, in questo caso, con maggiori possibilità economiche).



Le stime e le opinioni espresse sono riferibili all'attività di Economic Research di BNL 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.

