

INFLAZIONE E TASSI

(25 ottobre 2022)

In Italia e nell'Eurozona il tasso di inflazione ha superato quello negli USA.

A settembre 2022, secondo le analisi dell'Ufficio Studi di Confindustria Udine su dati Eurostat e Fed, si è attestato all'8,2% negli Stati Uniti e al 9,9% nell'Area Euro e 9,4% in Italia (IPCA: indice dei prezzi al consumo armonizzato per i Paesi dell'Unione) (nel 2019, anno pre-pandemia, la media annua era: Stati Uniti +1,2%, Area Euro +1,2%, Italia +0,6%).

La dinamica dei prezzi è, però, **strutturalmente diversa**. Se si analizza il tasso di inflazione “**core**” (che esclude energia e beni alimentari), quello europeo è più basso: negli USA a settembre era del 6,6%, nell'Area Euro del 6%, in Italia 5,3% (a settembre in Italia: 2020 +2,9%, 2021 -1%, 2019 +0,2%).

Negli **Stati Uniti** la veloce riapertura delle attività economiche lo scorso anno, la politica monetaria ultra-espansionistica e gli aiuti governativi, che non solo hanno compensato le perdite di reddito dovute al covid, ma anche permesso alle famiglie americane di aumentare sensibilmente il loro reddito disponibile, hanno **surriscaldato la domanda**. Il **tasso di disoccupazione** è crollato velocemente (a settembre 2022 si è portato al 3,5%, allo stesso livello di febbraio 2020, pre-pandemia; era salito al 14,7% ad aprile 2020) favorendo la crescita dei **salari** e dei **consumi**. La rapida ripresa economica, in un contesto aggravato da una riduzione delle **scorte** a seguito dei lockdown e con strozzature nelle catene globali di fornitura delle merci, ha causato un'ulteriore impennata dei prezzi a partire dallo scorso anno. La crisi energetica, nonostante l'accelerazione della crescita del prezzo del gas a seguito del conflitto in Ucraina, ha impattato in maniera **meno significativa** per la disponibilità di gas naturale nazionale e canadese a quotazioni notevolmente più basse rispetto a quelle europee.

Nell'**Area Euro** e in **Italia**, viceversa, lo scorso anno, i prezzi nel settore dei **servizi** sono rimasti stagnanti, a causa di una ripresa meno sostenuta anche per le misure di contenimento pandemico più restrittive, e i prezzi dei beni industriali e alimentari sono aumentati in misura **minore** rispetto a quelli americani. Il prezzo dell'**energia**, a partire dalla fine dell'estate 2021, è cresciuto, viceversa, moltissimo, impennandosi, poi, con lo scoppio della guerra e scendendo solo in questi giorni, ma su valori ancora superiori all'invasione dell'Ucraina (era a 70 euro a MWh al Ttf di Amsterdam a

febbraio). In Italia il prezzo dell'elettricità (PUN, €/MWh, fonte GME) è cresciuto del 171% a settembre 2022 rispetto a settembre 2021.

In questo contesto economico, mentre negli Stati Uniti la politica adottata dalla FED, che prevede un robusto rialzo dei **tassi di interesse**, può rivelarsi efficace per raffreddare l'inflazione perché aumenta rapidamente i costi di indebitamento per famiglie ed imprese riducendo la domanda di beni e servizi, in Europa l'inflazione può essere influenzata solo parzialmente da un aumento dei tassi di interesse da parte della BCE. Questo perché la componente energetica non è comprimibile (se non nel medio e lungo termine). Occorre quindi adottare una politica più calibrata per evitare il rischio di una recessione economica.

Preoccupa, inoltre, un altro spread, ovvero il differenziale tra i prezzi al consumo e i **prezzi alla produzione** (quelli che devono pagare le imprese per produrre) che sono balzati nell'Area Euro a maggio al 43% ad ottobre 2022 mentre negli USA si attestano all'8,5%. Un'inflazione a monte così elevata in Europa potrebbe trasferirsi ulteriormente a valle sui prezzi pagati dai consumatori, come sta già avvenendo.

La **BCE** a settembre ha alzato per la seconda volta i tassi (dopo la prima a luglio), in misura marcata, a 1,25%. Ciò ha segnato una netta inversione di rotta rispetto alla *policy* espansiva mantenuta per oltre 6 anni (da aprile 2016), in particolare durante il periodo più critico della pandemia. Gli acquisti di titoli erano già stati fermati, appena prima (inizio luglio). L'uscita dalle misure monetarie iper-espansive nell'Eurozona si sta realizzando già entro il 2022, con alcuni mesi di anticipo rispetto alle attese iniziali.

La mossa è stata motivata da un'inflazione troppo sopra l'obiettivo perché spinta dai prezzi energetici; la dinamica di fondo, infatti, è più bassa, ma comunque sopra l'obiettivo.

Una seconda motivazione, non dichiarata dalla BCE, è il timore di un ulteriore indebolimento dell'euro sul dollaro (che accrescerebbe i prezzi in euro delle commodity quotate in dollari), considerata la forte risalita dei tassi USA.

Tuttavia, da un lato le quotazioni di gas e petrolio sono fuori del raggio d'azione della BCE e quindi l'inflazione resterà comunque elevata a causa del caro-energia.

Dall'altro, l'economia europea è già indebolita dallo shock energetico e ciò potrebbe essere sufficiente a spingere al ribasso le aspettative di inflazione.

Al contrario, la mossa sui tassi avrà effetti recessivi addizionali indebolendo ulteriormente le prospettive di crescita.

Per questo, come sta accadendo, il rialzo dei tassi BCE potrebbe produrre l'effetto opposto a quello atteso e cioè deprezzare ulteriormente l'euro.

Infine, secondo il CSC la BCE alzerà ancora i tassi ufficiali nei prossimi mesi, fino al 2,25% a dicembre 2022. A inizio 2023 è atteso un ultimo rialzo, a 2,50%.

La crescita tasso di mercato **Euribor** (a 6 mesi ad inizio ottobre era di 1,775%, sui livelli di gennaio 2015; ad inizio gennaio 2022 era -0,539%) proseguirà su questa strada nei mesi finali del 2022 e nella prima parte del 2023. Questo forte aumento dei tassi a breve contribuirà a frenare il credito all'economia reale, specie nel corso del 2023, per il finanziamento sia dei consumi che degli investimenti.

La **FED** sta continuando a rialzare i tassi ufficiali: con la quinta mossa, all'unanimità, a settembre li ha portati a 3,25%. Il tasso di riferimento fino a marzo 2022 era fermo a 0,25%. Si trovava a quei livelli da marzo 2020, quando era stato tagliato bruscamente per sostenere la ripresa post-Covid (era a 1,25%).

Il motivo è il balzo dell'inflazione salita a oltre quattro volte la soglia obiettivo FED (+2,0%). Negli USA, l'inflazione è troppo alta anche esclusi energia e alimentari: ciò riflette la maggior domanda interna (rispetto all'Eurozona) e, quindi, le pressioni sui prezzi diffuse. La dinamica delle retribuzioni nominali negli USA ha accelerato al +5,1% annuo nel 2° trimestre 2022, incorporando in parte la maggior inflazione.

Secondo la FED, la disoccupazione resta poco sotto ai valori di lungo termine e l'economia americana è abbastanza in salute da poter fare a meno dello stimolo monetario, nonostante il caro-energia, il conflitto in Ucraina, la persistente pandemia.

A settembre nel comunicato FED si è indicato che il tasso ufficiale sarà alzato ancora nelle prossime riunioni, probabilmente di un punto entro fine anno.

Il tasso FED resterà, pertanto, nettamente superiore a quello BCE nel corso del 2022 e anche del 2023. Ciò continuerà a esercitare una forte spinta a indebolire l'euro rispetto al dollaro.

Nota su indici prezzi al consumo:

L'IPCA (indice dei prezzi al consumo armonizzato per i Paesi dell'Unione) ha in comune con il NIC (indice Nazionale dei prezzi al consumo per l'Intera Collettività. Esso rappresenta l'indice con maggior copertura calcolato dall'Istat) la popolazione di riferimento, ma si differenzia dagli altri due indici (NIC e il FOI, l'indice dei prezzi al consumo per le famiglie di operai e impiegati) poichè si riferisce alla spesa monetaria per consumi finali sostenuta esclusivamente dalle famiglie; esclude inoltre, sulla base di regolamenti comunitari, alcuni prodotti come, ad esempio, le lotterie, il lotto e i concorsi pronostici. Un'ulteriore differenziazione fra i tre indici riguarda il concetto di prezzo considerato: il NIC e il FOI considerano sempre il prezzo pieno di vendita.

L'IPCA si riferisce invece al prezzo effettivamente pagato dal consumatore.

Ad esempio, nel caso dei medicinali, mentre per gli indici nazionali viene considerato il prezzo pieno del prodotto, per quello armonizzato il prezzo di riferimento 'è rappresentato dalla quota effettivamente a carico delle famiglie.

Inoltre, l'IPCA tiene conto anche delle riduzioni temporanee di prezzo (saldi, sconti e promozioni).

Info: Gianluca Pistrin – studi@confindustria.ud.it