

Focus Area euro

Inflazione e crisi pandemica: quale direzione?

Lo shock negativo derivante dalla pandemia di COVID-19 ha avuto degli effetti sia sulla domanda che sull'offerta. Nel medio termine, il risultato potrebbe essere una maggiore inflazione, disinflazione o addirittura deflazione a seconda di quale forza prevarrà. L'effetto sui prezzi è stato finora negativo e non ci sono segnali contrari. Inoltre, i cambiamenti delle preferenze dei consumatori e i problemi legati alla reperibilità e all'attendibilità dei dati potrebbero accentuare il divario fra misura e percezione dell'inflazione.

La pandemia di COVID-19 ha costretto i governi ad introdurre pesanti provvedimenti per limitare il contagio. Le misure di contenimento, isolamento, restrizione degli spostamenti e chiusura delle attività hanno, direttamente e indirettamente, impattato il consumo delle famiglie e gli investimenti, riducendo drasticamente la domanda di molti beni e servizi. D'altra parte, le stesse misure hanno anche sconvolto le catene di approvvigionamento delle imprese e, in taluni casi, aumentato i costi di produzione. Quali sono le conseguenze per l'andamento dell'inflazione?

La dinamica dell'inflazione durante la pandemia

L'inflazione ha rallentato drasticamente dallo scoppio della pandemia: l'indice è calato dall'1,2% a/a di febbraio al -0,2% a/a di agosto. La flessione indica che nello shock da COVID-19 sui prezzi ha prevalso ampiamente il fattore della domanda. Tuttavia, ciò dipende soprattutto dai prezzi di beni e servizi energetici, che a loro volta hanno reagito al violento aggiustamento delle quotazioni petrolifere allo scoppio della pandemia. Nello stesso periodo, l'indice core, pulito dalla volatilità legata ai prezzi dell'energia e degli alimentari freschi, non ha immediatamente registrato la brusca flessione osservata nell'inflazione *headline*; l'inflazione core ha visto un forte calo solamente con il dato di agosto, causato, in parte, dai saldi estivi e dalla riduzione dell'IVA in Germania¹. Nell'area euro, l'inflazione al netto dell'energia e degli alimentari freschi, infatti, è risultata molto più rigida sia rispetto all'indice generale che allo stesso dato registrato negli Stati Uniti² negli stessi mesi, indicando un impatto quasi nullo, o molto debole, della pandemia sul dato core. La Figura 1 sembra indicare un iniziale scollegamento tra i due indici: il crollo dell'indice generale è associato ad un'inflazione core circa stabile. Sempre con riferimento alla Figura 1, inoltre, risulta evidente la vicinanza tra il dato realizzato e l'andamento delle previsioni³ elaborate da Intesa Sanpaolo per gli stessi mesi. Le previsioni per l'inflazione core di breve periodo elaborate a febbraio e relative ai 6 mesi successivi, pur non includendo lo shock pandemico, hanno registrato un errore predittivo molto basso, mantenendosi quasi in linea con il dato effettivo fino a luglio. Questo non vuol dire che l'effetto totale dello shock da COVID-19, se escludiamo la volatilità legata a determinati elementi, sia stato nullo. Sembrerebbe, piuttosto, che sia ritardato. Se osserviamo la correlazione tra i due indici di interesse (Figura 5), possiamo trarre qualche interessante spunto di riflessione. L'inflazione core e l'inflazione *headline* tipicamente risultano correlate positivamente; l'indice di correlazione cresce con un ritardo di un mese mentre storicamente risulta più basso se si considerano ritardi più lunghi. Negli anni recenti la relazione che intercorre tra le due misure è diventata più forte se consideriamo il ritardo di breve e medio periodo: l'inflazione *headline* rappresenta un discreto indice anticipatore

¹ Destatis aveva stimato un impatto massimo sull'inflazione del -1,6%; a luglio; il calo del -0,5% m/m dell'indice (sia nazionale, che armonizzato) dei prezzi indicherebbe che solo circa il 35% della riduzione dell'imposta si sia trasferito sui consumatori.

² <https://www.frbsf.org/economic-research/files/el2020-24.pdf>

³La nostra previsione di breve periodo dell'inflazione core è ottenuta utilizzando una curva di Phillips non lineare.

18 settembre 2020

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

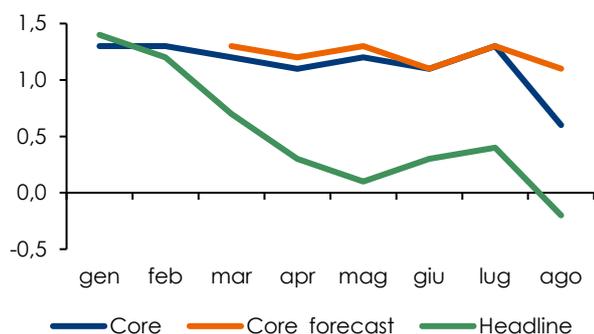
Aniello Dell'Anno

Economista - Area euro

dell'inflazione core. Ciò riflette probabilmente la trasmissione degli shock sul prezzo dell'energia attraverso le catene produttive e distributive.

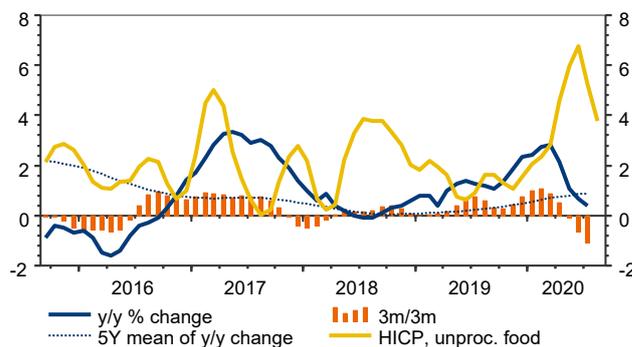
Se combiniamo le informazioni contenute nei grafici dalla Figura 1 alla Figura 5, allora è possibile desumere un andamento dell'inflazione core circa stabile per i prossimi mesi: l'indice dovrebbe oscillare tra lo 0,6-0,7% fino alla fine dell'anno. I prezzi dell'energia sono visti in leggero recupero dopo i minimi primaverili, mentre la dinamica dei listini alimentari, seppur caratterizzata da una significativa incertezza, dovrebbe seguire una leggera discesa, come anticipato dall'indice PPI per la produzione di alimenti e bevande (vedi Figura 2).

Figura 1 - Andamento dell'inflazione headline, inflazione core e previsioni dell'inflazione core



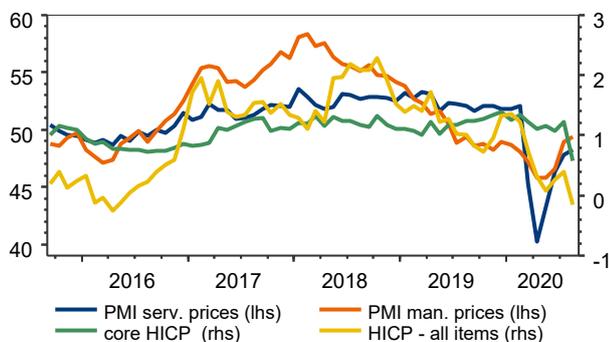
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Figura 2 - Andamento dell'indice PPI per la produzione di alimenti e bevande e dei prezzi degli alimentari freschi



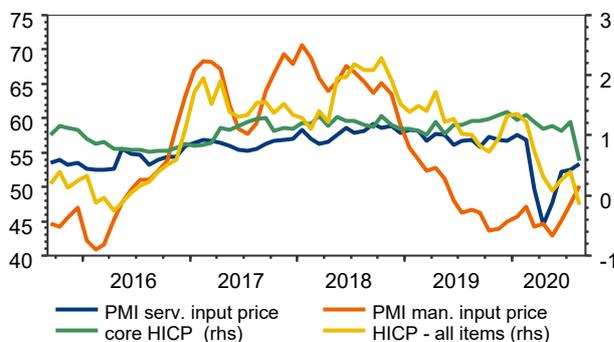
Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Figura 3 - Indice PMI dei prezzi dell'output vs inflazione



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Figura 4 - Indice PMI dei prezzi degli input vs inflazione

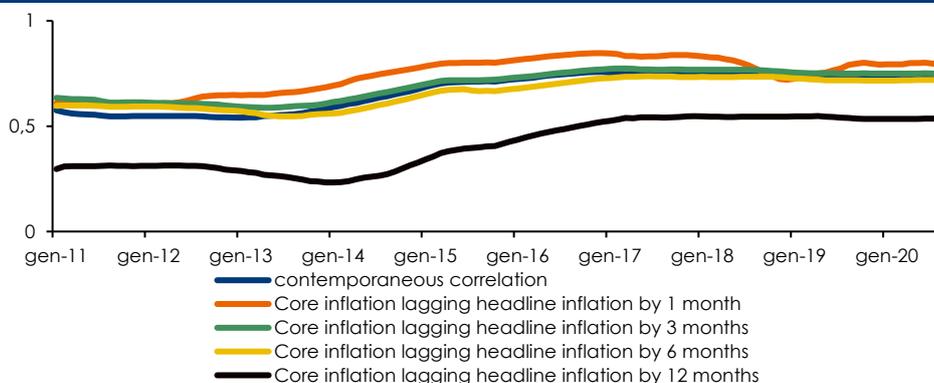


Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Il cammino dell'inflazione core risulterebbe coerente con valori bassi anche per il dato headline, la cui variazione mensile è destinata a mantenersi di poco sopra lo zero per il resto del 2020. Nel complesso, dalle indagini congiunturali relative ai mesi della ripresa non sono emerse evidenze di pressioni inflattive. La Figura 3 evidenzia come, dopo il brusco crollo di marzo ed aprile, gli indici PMI dei prezzi praticati dalle imprese manifatturiere e dei servizi siano risaliti verso la soglia di invarianza, senza però superarla. Gli indici PMI dei prezzi degli input (Figura 4), invece, hanno visto una crescita dopo le riaperture: aggregando manifatturiero e servizi emerge una lieve tendenza all'aumento dei prezzi degli input; l'aumento risulta più marcato se consideriamo il solo settore dei servizi. In agosto, l'indagine della Commissione Europea fra le imprese ha sì mostrato aspettative meno negative sui prezzi rispetto a giugno, ma anche che continuano a prevalere le attese di riduzione dei prezzi nei servizi di mercato, nonché fra i produttori di beni intermedi e

di beni di investimento. Fra i produttori di beni di consumo le attese sono di stabilità. Qualche segnale di rincaro dei prezzi persiste soltanto nella ristorazione, forse come riflesso dell'aumento dei costi e di una maggiore incidenza dei costi fissi sul fatturato.

Figura 5 - Correlazione e struttura dei ritardi tra inflazione headline ed inflazione core



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Modifiche nella struttura dei consumi indotte dalla pandemia e inflazione

La crisi pandemica ha messo in risalto una debolezza dell'attuale sistema di rilevazione dei prezzi. I pesi, essendo calcolati all'inizio dell'anno e mantenuti costanti fino alla fine dello stesso, risultano incapaci di cogliere gli attuali veloci mutamenti nelle scelte dei consumatori. Se la procedura è pienamente giustificata in tempi normali, quando il mutamento dei consumi è lento e graduale, attualmente, rischia di rendere non rappresentativo il paniere utilizzato dagli istituti di statistica per costruire l'inflazione.

Lo shock da COVID-19 ha rafforzato il consumo *low touch*, ossia la spesa in prodotti e servizi dove è ridotto al minimo il contatto fisico. Di conseguenza, è diminuita la spesa per il trasporto, hotel, attività ricreative e ristoranti mentre è cresciuta la spesa per generi alimentari ed articoli vari. Questo improvviso cambiamento nelle scelte di consumo ha introdotto distorsioni nella misurazione dell'inflazione. Ma in quale direzione?

Ci sono già diversi tentativi di costruire una misura dell'inflazione capace di cogliere lo shock da COVID-19 modificando il paniere sulla base delle trasformazioni indotte dalla pandemia nei comportamenti di spesa. L'evidenza è mista, e disturbata dai problemi di rilevazione dei prezzi. Per gli Stati Uniti, ad esempio, il CPI ufficiale risulta essere più basso dell'inflazione da COVID-19 stimata per superare i limiti citati in precedenza (Cavallo, 2020)⁴. Questa conclusione è coerente con il lavoro di Xavier Jaravel, Martin O'Connell (2020)⁵, i quali analizzando gli *scanner data* provenienti dalla grande distribuzione organizzata nel Regno Unito, hanno trovato un forte aumento dell'inflazione e un calo significativo della varietà dei prodotti dall'inizio del *lockdown*. Per altri paesi, come la Germania, l'inflazione ufficiale, al contrario, è risultata più alta dell'inflazione da COVID-19: il dato di aprile, ad esempio, sarebbe influenzato dal +4,2% registrato dai prezzi del settore "ricreazione e cultura" (Cavallo, 2020), peraltro caratterizzato da grossi problemi di rilevazione.

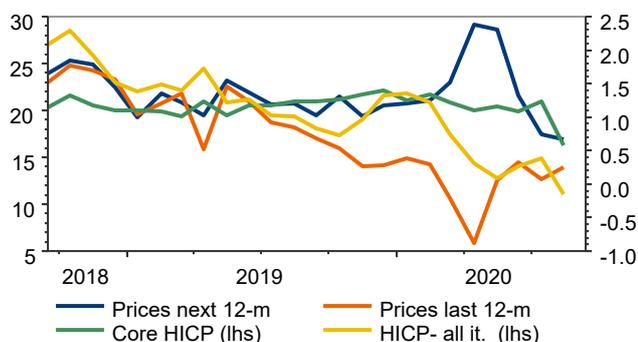
Nell'area euro, la percezione dei consumatori, come emerge dalle indagini congiunturali della Commissione Europea, è che i prezzi stanno crescendo moderatamente (Figura 6). L'inflazione

⁴ <https://www.nber.org/papers/w27352.pdf>

⁵ <https://voxeu.org/article/real-time-inflation-measurement-during-covid-19>

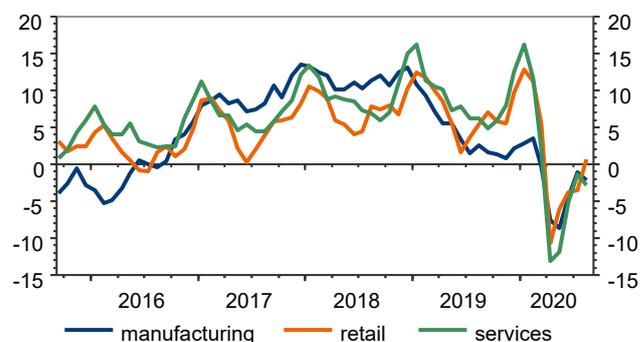
percepita, misurata come saldo delle risposte nell'indagine, era calata transitoriamente in marzo e maggio, ma nel periodo maggio-agosto è stata sempre di poco superiore alla media degli ultimi 5 anni (agosto: 13,9 contro 12,08), media scesa drasticamente fra il 2015 e il 2018.

Figura 6 - Inflazione attesa per i prossimi 12 mesi ed inflazione percepita nei passati 12 mesi vs indice core e headline



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Figura 7- Aspettative dei prezzi fra le imprese



Fonte: elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv Datastream

Conclusioni

Le indagini congiunturali della Commissione Europea fra le imprese e i consumatori segnalano un rallentamento della crescita dei prezzi nel medio termine. In particolare, l'indice dell'inflazione attesa dai consumatori per i prossimi 12 mesi (Figura 6) rimane basso e si posiziona ben al di sotto della media storica. I risultati delle indagini sono coerenti con la dinamica analizzata in precedenza: la caduta di questi mesi dell'indice *headline* anticiperebbe un calo della più rigida inflazione *core* nei mesi finali del 2020. Di conseguenza, la debolezza dei prezzi dell'energia e il rallentamento della crescita dei listini alimentari dovrebbero a loro volta avere un effetto negativo sull'inflazione *headline* per lo stesso periodo. Se la dinamica descritta potrebbe caratterizzare il medio termine, risulta molto più incerta la situazione nel lungo periodo. Se nel breve e nel medio termine, infatti, le massicce politiche fiscali dei governi e la politica monetaria fortemente espansiva non dovrebbero incidere sull'andamento dei prezzi, nel lungo periodo rischierebbero di spingere l'inflazione ben oltre l'obiettivo fissato dalla BCE.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa-Sanpaolo-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic and Fixed Income Research, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com