

## Focus Area Euro

### Nuovi pesi per l'indice armonizzato: quale sarà l'impatto sull'inflazione?

2 febbraio 2021

I cambiamenti nella struttura dei consumi dovuti allo shock da COVID-19 potrebbero aver distorto la significatività dell'indice dei prezzi. Per questa ragione, Eurostat ha proposto un aggiornamento dei pesi delle componenti, che verrà pubblicato questo mese. L'impatto che la nuova ponderazione avrà sull'inflazione è ambiguo.

Direzione Studi e Ricerche

Gli indici dei prezzi al consumo sono calcolati utilizzando l'indice a catena del tipo Laspeyres, in cui sia il paniere dei prodotti sia il sistema dei pesi vengono aggiornati con cadenza annuale. I pesi sono calcolati all'inizio dell'anno  $t$  sulla base dei dati dell'anno  $t-2$  e delle informazioni disponibili relative ai consumi delle famiglie e, per questa ragione, risultano incapaci di cogliere i mutamenti nelle scelte dei consumatori nel breve periodo. Se la procedura è pienamente giustificata in tempi normali, quando i cambiamenti strutturali tra i diversi periodi sono limitati, una crisi come quella attuale ha reso non rappresentativo il paniere utilizzato dagli istituti di statistica per costruire l'inflazione. Per queste ragioni Eurostat, con la guida pubblicata lo scorso 3 dicembre<sup>1</sup>, ha proposto una nuova ponderazione, che tenga in considerazione i dati di spesa, seppur incompleti, del 2020.

Macroeconomic and Fixed Income Research

Aniello Dell'Anno  
Economista - Area euro

#### Struttura dei consumi e inflazione

La pandemia da COVID-19 ha costretto i Governi a introdurre pesanti provvedimenti per limitare il contagio. Le misure di contenimento, isolamento, restrizione degli spostamenti e chiusura delle attività hanno impattato anche sulla rilevazione dei prezzi e sulla misurazione dell'inflazione. In alcuni casi, **la raccolta dei dati è diventata tecnicamente impossibile per la chiusura sia degli stessi istituti, sia delle attività economiche**: ci si è focalizzati, così, sulla raccolta dei prezzi online o da altre fonti (qualora possibile). **Per i prodotti non più disponibili, invece, si sono sviluppate strategie di imputazione** volte a stimarne in maniera verosimile i prezzi. Infine, **la crisi ha generato significativi cambiamenti nelle scelte di consumo delle famiglie**, rendendo indisponibili certi servizi o beni, e modificando le preferenze dei consumatori; ciò può aver reso obsoleto il sistema dei pesi utilizzato. Questi fattori, in particolare la rigidità dei pesi, hanno messo in risalto le debolezze del sistema di rilevazione dei prezzi, come sottolineato da numerosi studi<sup>2</sup>.

Le normali tecniche di aggiustamento hanno impedito di cogliere i grandi mutamenti dovuti alla crisi da COVID-19. I mesi passati hanno visto un rafforzamento del 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. La mutazione delle preferenze dei consumatori ha reso di fatto indispensabile una revisione della struttura dei pesi. Quest'ultimi, infatti, vengono calcolati all'inizio dell'anno sulla base dei dati più aggiornati sulla spesa delle famiglie, che sono disponibili con due anni di ritardo. In sintesi, i pesi dell'anno  $t$  vengono costruiti in base ai dati sulla spesa dell'anno  $t-2$ . Seguendo la normale metodologia, i pesi dell'indice dell'anno appena concluso sono stati fissati, quindi, lavorando sui dati del 2018<sup>3</sup>. In pratica, con la procedura standard gli

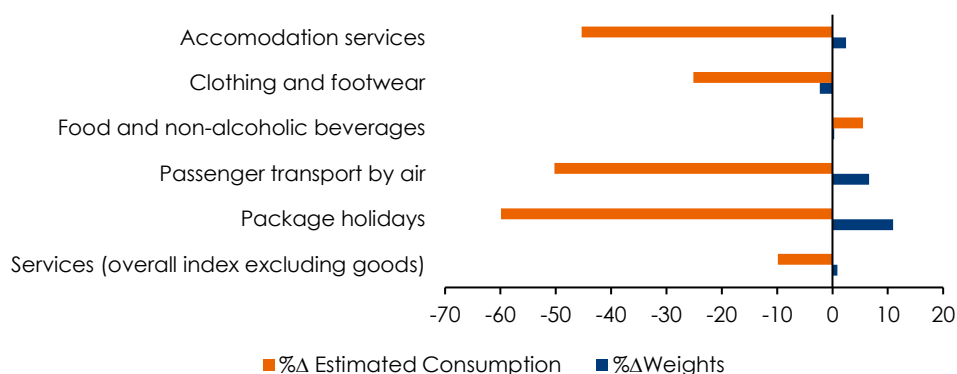
<sup>1</sup><https://ec.europa.eu/eurostat/documents/10186/10693286/Guidance-on-the-compilation-of-HICP-weights-in-case-of-large-changes-in-consumer-expenditures.pdf>

<sup>2</sup> Cavallo (2020), "Inflation with COVID consumption baskets", NBER working paper; INSEE, "How to compute a Consumer Price Index in the context of the Covid-19 crisis?", August 2020; ECB, "Consumption patterns and inflation measurement issues during the COVID-19 pandemic" November 2020.

<sup>3</sup> La distribuzione dei pesi per l'anno 2020 era la seguente: i servizi rappresentavano la componente maggiore (circa il 44,9%), seguiti dalla componente beni industriali non-energetici (circa il 26,2%), mentre ricoprivano percentuali minori gli alimentari, alcolici e tabacchi (19,1%) e l'energia (9,8%).

istituti di statistica avrebbero potuto considerare il cambiamento da COVID-19 solamente a partire dal 2022, cioè per quando è prevista la ripresa e il ritorno alla struttura dei consumi pre-pandemia. **La nota di Eurostat permetterebbe di minimizzare la distorsione dell'indice dei prezzi** derivata da un sistema dei pesi non più rappresentativo a causa della crisi sanitaria.

**Fig. 1-Variatione dei consumi stimati, 2020 vs variazione dei pesi, 2020**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

### La crisi pandemica continuerà nel 2021...

Una "terza ondata" di contagi non può essere esclusa; le aspettative di una ripresa robusta a partire dal secondo semestre sono minacciate dai problemi legati all'offerta di vaccini. La struttura dei consumi potrebbe perciò restare anomala ancora per diverso tempo; ed è diventata, quindi, necessaria una variante metodologica capace di ridurre il bias dell'indice dei prezzi.

Gli aggiustamenti suggeriti da Eurostat hanno l'obiettivo principale di limitare gli effetti distorsivi sull'inflazione di quest'anno. Nei fatti, il peso di prodotti legati al trasporto, hotel, attività ricreative e ristoranti subirà una forte riduzione, arrivando finanche al -60% rispetto al dato attuale, mentre, al contrario, cresceranno i pesi, ad esempio, dei generi alimentari. Infine, i prodotti non colpiti dalla crisi potranno sperimentare un marginale incremento. L'istituto di statistica tedesco *Destatis* ha pubblicato un documento contenente i nuovi pesi, anche se solamente per determinati sotto-indici; la tabella, riprodotta di seguito, è indicativa dei cambiamenti strutturali avvenuti nelle scelte di consumo del 2020.

#### HICP Germania-Pesi dei sotto-indici

HICP-code	Item	Weighting 2020	Weighting 2021
01	Food and non-alcoholic beverages	113.42	127.92
02	Alcoholic beverages, tobacco and narcotics	42.06	46.12
03	Clothing and footwear	51.39	43.83
04	Housing, water, electricity, gas and other fuels	233.06	253
05	Furnishings, household equipment and routine household maintenance	56.93	63.21
07	Transport	152.19	141.39
09	Recreation and culture	114.19	96.82
096	Package holidays	31.45	10.33
11	Restaurants and hotels	57.67	40.7

Fonte: Destatis

## Implicazioni

La procedura di aggiustamento proposta da Eurostat ha, a nostro avviso, **7 implicazioni**:

- 1) in termini di pesi, la nuova struttura avrà ripercussioni anche nella distribuzione tra Paesi: **il contributo della Germania vedrà un aumento**, a discapito delle economie maggiormente dipendenti dal turismo come Italia e Spagna;
- 2) **l'effetto rialzista sulle previsioni di inflazione legato all'aumento del peso di alcuni prodotti**, come ad esempio gli alimentari, che hanno sperimentato una forte crescita dei prezzi durante la pandemia, e le spese legate all'alloggio (incluse le bollette idriche ed energetiche);
- 3) **l'indebolimento dell'effetto ribassista legato ai servizi**. Alcuni dei settori che hanno sperimentato pressioni disinflazionistiche, ad esempio il trasporto aereo e gli hotel, avranno un minore peso e, di conseguenza, calerà il contributo negativo sull'indice generale. Bisogna, però, tenere in considerazione che il settore dei servizi ha comunque inciso positivamente sull'inflazione nel 2020, in particolare nella componente che è stata maggiormente stimata attraverso strategie di imputazione dei prezzi<sup>4</sup>. Il metodo di imputazione utilizzato può aver generato una distorsione verso l'alto di alcune voci. Un esempio calzante in tal senso è quello dei pacchetti vacanze: ad aprile, in piena pandemia, i prezzi sarebbero cresciuti del +9,5% m/m e del -1,2% a/a. Il dato, segnalato mediante l'utilizzo del flag "u" (bassa affidabilità), ha avuto un contributo sulla variazione annuale dell'indice generale pressoché nullo (-0,02pp), mentre le aspettative erano per un effetto negativo. Nello stesso mese, i prezzi di ristoranti e hotel (anch'essi caratterizzati da bassa affidabilità) avrebbero fornito un contributo all'inflazione di +0,16pp, nonostante le forti misure di isolamento, restrizione degli spostamenti e chiusura delle attività ristorative e ricettive. Quindi, la ripresa potrebbe essere associata a una dinamica dei prezzi apparentemente meno positiva, ma soltanto per la sovrastima del 2020, e la riponderazione ridurrebbe tale effetto. Ma la resilienza dei prezzi potrebbe anche essere connessa alla rigidità dei costi di produzione e alla percezione di scarsa elasticità della domanda;
- 4) **l'effetto ribassista legato alla ripresa economica e al ripristino delle preferenze dei consumi pre-pandemia**. Nella seconda metà del 2021, con la stagione estiva e l'aumento della vaccinazione di massa, l'impatto sull'indice generale dell'aumento di buona parte dei servizi (tariffe aeree, hotel, pacchetti vacanze) sarà limitato dalla riduzione dei pesi delle relative voci. I pesi, infatti, sono mantenuti fissi durante tutto l'anno e non possono essere rivisti. Inoltre, è atteso diminuire anche il peso dell'energia, che dovrebbe, seppur in parte, riprendersi dal brusco calo del 2020. Quest'anno i prezzi dei prodotti energetici dovrebbero crescere del +4,3% circa dopo il -6,8% registrato nell'anno appena passato. L'effetto di questo rialzo dovrebbe riflettersi in un minor contributo positivo sull'indice generale per via, appunto, della riduzione del peso dei prodotti energetici legati ai trasporti, non pienamente compensato dalle bollette;
- 5) **effetti distorsivi sulla stagionalità**. Alcuni prodotti, come i pacchetti vacanze, avranno meno peso rispetto al passato, riducendo di fatto la stagionalità dell'indice generale; per altri prodotti come gli alimentari freschi, invece, è previsto l'opposto. L'effetto totale è ambiguo e dipende da quale forza prevarrà: il cammino dell'inflazione vedrà dei cambiamenti rispetto agli anni precedenti;
- 6) **diverse strategie di stima tra paesi**. Eurostat ha concesso discrezione nel processo di stima dei pesi che i paesi devono adottare. Questa discrezione rischia di tradursi in maggiori problemi nella comparabilità dell'indice tra i diversi Stati;

---

<sup>4</sup> Il rischio che parte della sottostima dell'inflazione sia dovuta agli effetti distorsivi causati dalle metodologie di imputazione è maggiore soprattutto se si usano i tassi di crescita degli anni precedenti.

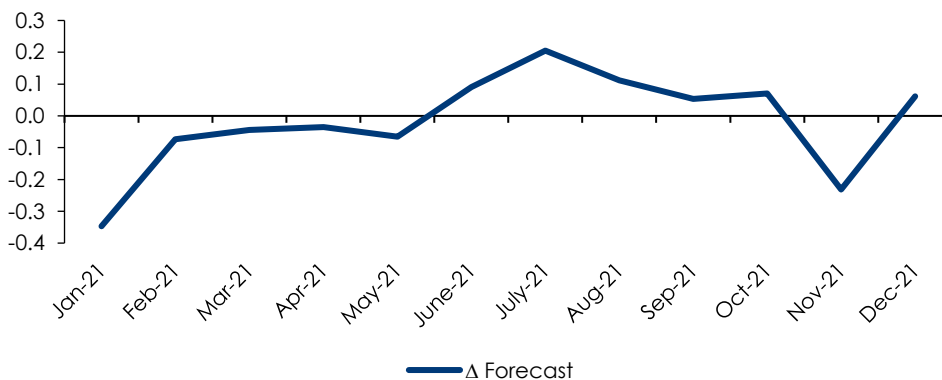
- 7) **maggiori divergenze tra indice domestico e indice armonizzato.** Come ha dimostrato il dato di gennaio dell'inflazione tedesca, le differenze tra le due misure sembrano crescere: mentre l'indice armonizzato si è allineato ai suggerimenti di Eurostat, i pesi per l'indice domestico non dovrebbero subire modifiche.

## Conclusioni

Riteniamo che nel breve periodo l'effetto prevalente sarà rialzista. Nel lungo periodo, invece, dovrebbe prevalere l'impatto ribassista, la cui forza dipenderà però dalla velocità e dall'entità della ripresa futura.

Si badi, inoltre, che già nel trimestre estivo il recedere dell'emergenza può portare ad un ritorno a strutture di consumi simili a quelle viste negli anni precedenti alla pandemia. Ciò riproporrebbe, rovesciato, il problema di un calcolo dell'inflazione su un paniere disallineato rispetto alla struttura corrente dei consumi.

**Fig. 2-HICP Germania, differenziale tra inflazione "old" ed inflazione "new"**



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Nel caso della Germania, una semplice simulazione consente di verificare l'ambiguità dell'effetto di ricomposizione. Partendo dalle variazioni storiche, ricostruiamo l'andamento prospettivo dell'inflazione "new", utilizzando i nuovi pesi pubblicati da *Destatis*, e quello di un'inflazione "old", utilizzando i vecchi pesi. L'inflazione "old" risulterebbe inferiore alla stima "new" per tutto il periodo della crisi; da giugno, però, l'indice costruito con i nuovi pesi ha una dinamica più blanda rispetto a quello basato sui vecchi pesi, salvo tornare temporaneamente superiore a novembre. In conclusione, **non è scontato che la modifica dei pesi porti a un aumento dell'inflazione osservata.**

## 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
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
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
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com