

**REPORT LUGLIO 2021 A CURA DI:
DONATO PAPALEO**

INFLAZIONE E SPREAD

INFLAZIONE

In economia, con il termine “inflazione” si fa riferimento all’aumento generalizzato dei prezzi dei beni di consumo e dei servizi acquistati. Alla base di questo fenomeno possono esservi molteplici ragioni, quali un aumento generalizzato della domanda da parte dei consumatori o un aumento del costo di produzione delle merci e dei servizi. Il suo primo riflesso è la diminuzione del potere d’acquisto del consumatore, ragion per cui l’utilizzo del termine provoca non poche reazioni avverse nell’opinione pubblica. Tuttavia, la demonizzazione dell’inflazione non è del tutto giustificata. Essa infatti, se adeguatamente controllata, promuove la crescita economica: con un rialzo dei prezzi le imprese sono portate ad investire, il volume di affari cresce, le imprese possono pagare stipendi più elevati ed assumere nuovi dipendenti che, a loro volta, possono contribuire alla crescita acquistando più beni e servizi. L’inflazione controllata possiede anche la funzione di antidoto alla deflazione (diminuzione del livello generale dei prezzi) che potrebbe inibire la crescita economica. Al contrario, un’eccessiva inflazione provocherebbe una riduzione troppo drastica del potere di acquisto che inevitabilmente scoraggerà gli investimenti.

Da queste considerazioni è facile dedurre che un’inflazione controllata può rappresentare un valore aggiunto per l’economia. Ed è per questa ragione che le banche centrali sono impegnate costantemente nel monitoraggio e nelle varie operazioni volte a mantenere il tasso di inflazione stabile. A tal proposito, sia la Banca Centrale Europea (BCE) che la Federal Reserve (Fed) puntano a tassi di inflazione prossimi al 2%.

All’interno dell’Unione Europea, l’indicatore utilizzato dalla BCE per monitorare l’inflazione è l’*Harmonised Index of Consumer Prices* (ovvero l’indice armonizzato dei prezzi al consumo). Per “armonizzato” si intende l’utilizzo della stessa metodologia per il calcolo dell’HICP nei vari membri dell’UE, operazione resa necessaria dall’esigenza di svolgere analisi in chiave comparata. Esso è compilato da Eurostat, e tra le sue funzioni ricopre anche quella di parametro per valutare l’eleggibilità di un paese all’Eurozona.

Covid-19

Unione Europea ed Eurozona

La pandemia da Covid-19 ha provocato conseguenze drastiche a livello economico e sociale. Nel periodo di riferimento in esame (gennaio 2020-febbraio 2021) si può notare come la pandemia, e la recessione da essa scaturita, hanno attenuato fortemente le spinte inflazionistiche. Ciò risulta essere particolarmente evidente per quanto riguarda i primi mesi della pandemia, dove l’Europa intera si è ritrovata stretta nella morsa dei vari “lockdown” ed ha visto crollare progressivamente i suoi tassi d’inflazione da gennaio. Sia l’Unione Europea che l’Eurozona hanno mostrato un trend simile, con un tasso di inflazione oscillante sempre intorno lo 0% e senza mai superare l’1%.

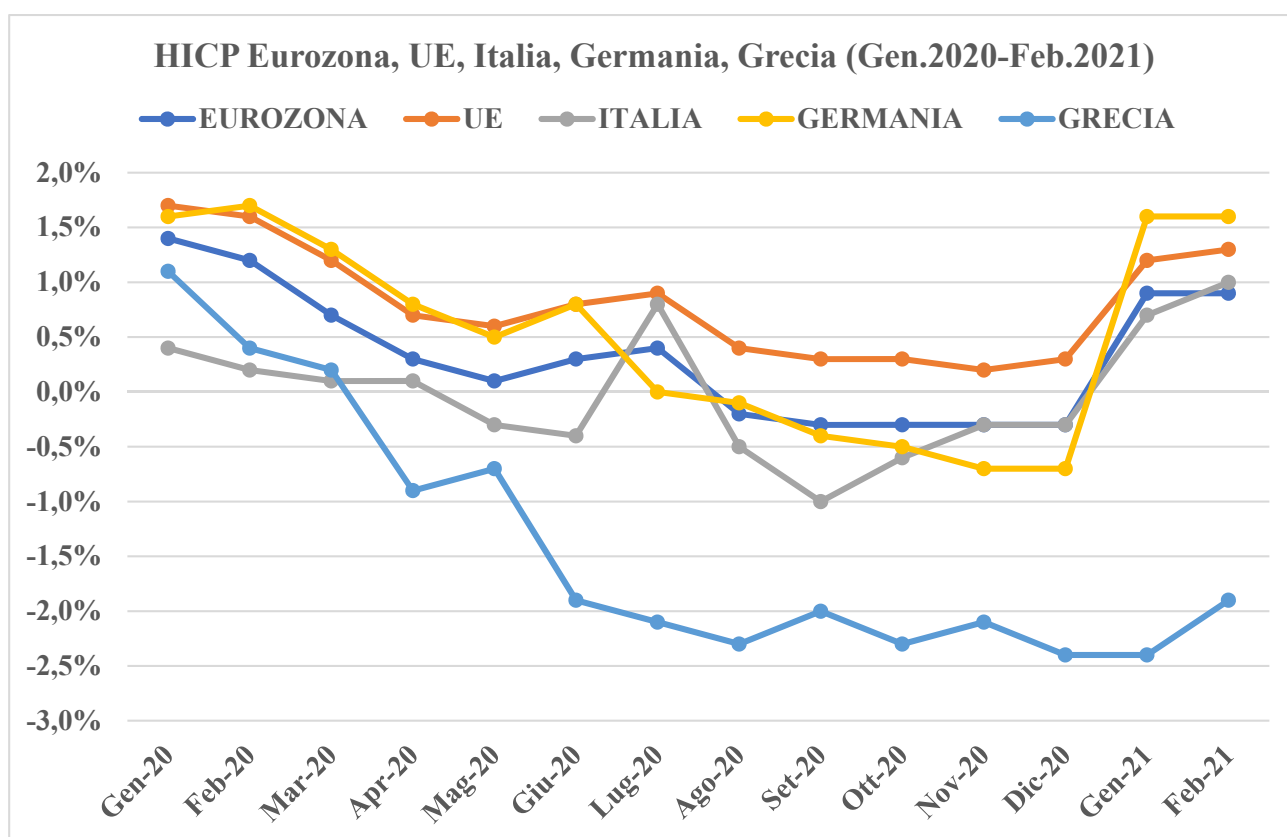
Contestualmente, dopo la discesa dell’inflazione (valori di 0,10% per l’Euro area e 0,6% per l’UE nel mese di maggio), una lieve ripresa dell’HICP si è avuta nel periodo estivo (giugno-luglio) dove i valori si sono attestati rispettivamente allo 0,3% e 0,4% per l’Eurozona ed allo 0,8% e 0,9% per l’Unione Europea in generale. Tra la fine del terzo trimestre e la fine del quarto, il tasso d’inflazione è tornato

a scendere (si registra infatti una deflazione per molti paesi tra cui l'Italia, la Germania e la Grecia) mantenendosi piuttosto costante nel corso di tali mesi (-0,30% per l'Eurozona e 0,30% per l'UE).

Con l'arrivo del nuovo anno, i tassi di inflazione hanno ripreso la scalata seppur non ai livelli pre-pandemici. I tassi d'inflazione relativi al mese di febbraio 2021 si attestano allo 0,9% per l'Eurozona e all'1,30% per l'UE, a confronto rispettivamente con l'1,20% e l'1,60% di febbraio 2020. Tuttavia, è ragionevole supporre che questo aumento sia soltanto un effetto di breve periodo che potrebbe risultare fuorviante per una serie di ragioni.

Dal punto di vista statistico, innanzitutto bisogna sottolineare che il tasso d'inflazione dell'Eurozona è inevitabilmente influenzato dalle economie più grandi dell'area come Germania e Francia ed il confronto su base annua dell'indice HICP potrebbe essere sovrastimato in quanto si confronterà questo periodo con quello più buio della pandemia. Inoltre, andando a scomporre l'indice HICP, notiamo come la pressione inflazionistica sia in primo luogo il risultato di un aumento dei prezzi dell'energia (influenzati a loro volta dall'aumento del prezzo del petrolio). Gli altri prezzi che tornano a salire sono quelli dei beni industriali e dei servizi, a causa del venir meno delle misure implementate dai vari governi per fronteggiare la crisi dei consumi innescata dalla pandemia (ad esempio in Germania, a dicembre 2020, le aliquote IVA su beni e servizi sono state ripristinate nella loro interezza dopo essere state calmierate per sei mesi). Infine, l'indice HICP risulta essere in parte distorto a causa del cambiamento delle abitudini dei consumatori dopo la pandemia (adesso i beni alimentari ed industriali influenzano maggiormente l'indice, a scapito dei servizi e dell'energia).

Per queste ragioni non sembra che l'aumento dei tassi d'inflazione si possa protrarre nel tempo, a maggior ragione se questa non sarà supportata da riforme strutturali ed investimenti mirati che possano ridare vigore e fiducia al clima economico europeo.



Italia

L'indice armonizzato dei prezzi al consumo relativo all'Italia segue la falsariga dell'Unione Europea. Osservando il grafico, si può notare un picco relativo al mese di luglio 2020 che segna una variazione percentuale dell'inflazione pari allo 0,8% (a fronte del -0,40% del mese precedente). Ciò è dovuto principalmente all'avvio posticipato dei saldi estivi rispetto all'anno precedente (nel 2019 l'inizio dei saldi risale ai primi di luglio, mentre nel 2020 tale inizio è slittato di un mese). La conseguenza è stata un calo dei prezzi di abbigliamento e calzature molto più lieve rispetto a luglio 2019. Nei mesi successivi, il tasso d'inflazione torna ad essere negativo (-1,00% nel mese di settembre) per tornare nuovamente positivo nei primi mesi del 2021 (0,70% a gennaio e 1,00% a febbraio). Anche qui la ragione risiede in parte nell'inizio dei saldi invernali (diversificato tra le varie regioni) che risulta in un caldo dei prezzi di abbigliamento e calzature meno rilevante rispetto a quello di gennaio 2020. A livello congiunturale, a febbraio la pressione inflazionistica è ulteriormente aumentata a causa dell'aumento dei prezzi dei beni energetici non regolamentati (benzina, gasolio, gas GPL, gas in bombole), dei tabacchi e dei trasporti e solo parzialmente attenuata da una diminuzione del prezzo dei beni alimentari.

Se l'economia italiana potrà beneficiare di tale inflazione ancora non è chiaro. Né altrettanto chiara è l'ipotesi di un'inflazione perdurante. Infatti, secondo alcuni economisti, c'è una grande possibilità di uno squilibrio tra domanda e offerta a fine della pandemia. Le imprese, profondamente colpite dallo shock pandemico, potrebbero far fatica a rispondere alla domanda di beni e servizi che deriverebbe dall'allentamento (e, auspicabilmente, dalla fine) delle varie misure restrittive. Se l'inflazione che si sta registrando nell'ultimo periodo sarà positiva per l'economia dipenderà dall'abilità delle istituzioni europee di controllare i tassi d'interesse e dalla capacità dei vari governi nazionali di pianificare ed implementare politiche e riforme adeguate sfruttando sapientemente i fondi europei che saranno messi a disposizione.

Grecia

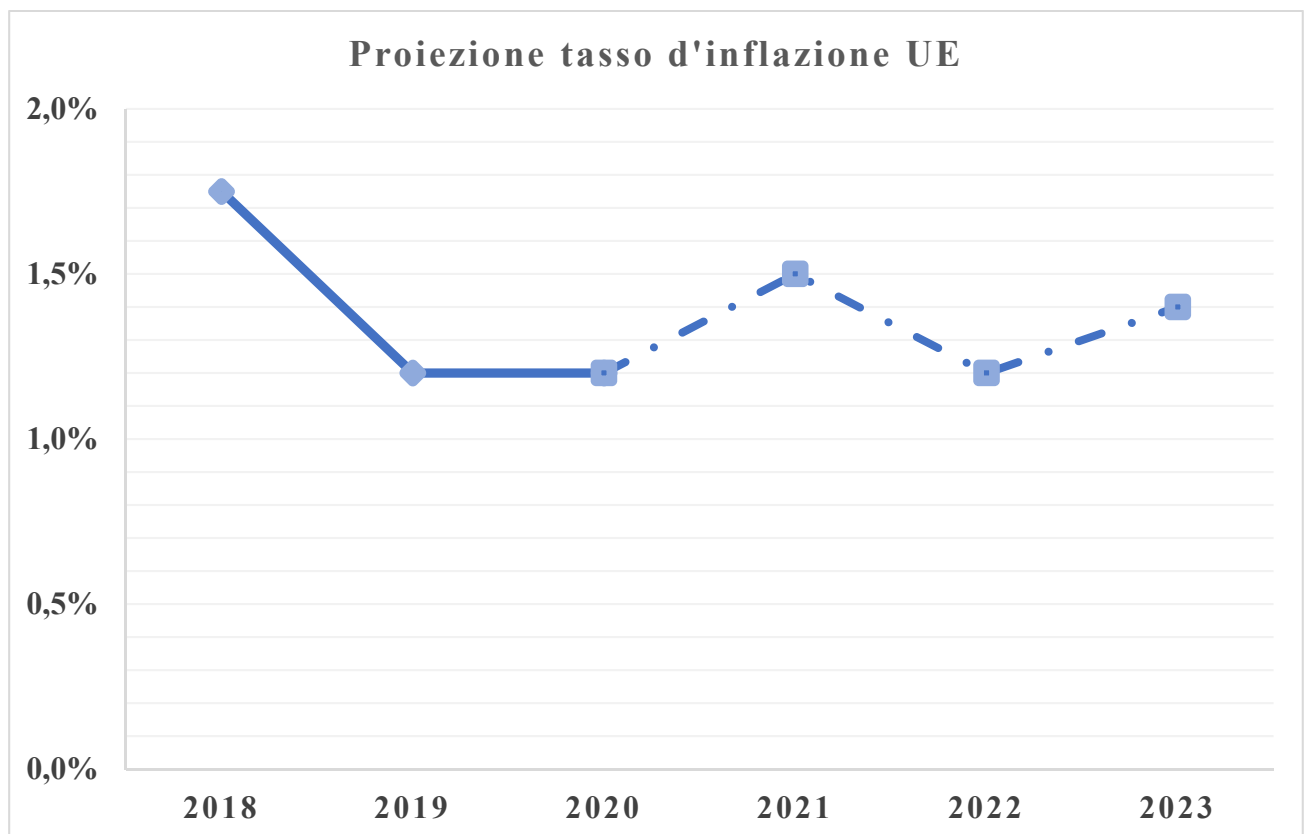
Un caso *sui generis* è rappresentato dal tasso d'inflazione greco. A causa della pandemia, la Grecia sta vivendo da mesi in un clima di deflazione che ha sfiorato più volte il -2,40%. A pesare su questo declino su base annuale sono soprattutto il calo dei prezzi dei trasporti (-5,70%), il calo dei prezzi dell'abbigliamento (-3,50%) ed una contrazione nel prezzo delle abitazioni (-3,40%). Il circolo vizioso della recessione, iniziato con le molteplici misure di austerità messe in campo per ripagare i "bailouts" del Fondo Monetario Internazionale, ha innescato una spirale da cui la Grecia fatica ad uscire. A causa di questo clima la domanda greca risulta essere molto debole, e questo si riflette negativamente sul tasso d'inflazione peggiorando ulteriormente le dinamiche legate al rapporto debito/PIL. Infatti, a causa della deflazione i prezzi diminuiscono e, conseguentemente, il PIL nominale del paese diminuisce. Avendo un denominatore ridotto, il risultato è un rapporto debito/PIL più elevato che attesta la grande difficoltà della Grecia di ripagare il suo debito pubblico.

Previsioni future

La pandemia da Covid-19 ha rappresentato, e continua a rappresentare, un duro colpo per l'economia globale. Questa, già profondamente segnata dalla crisi del 2008 e dalla quale ancora non si era del tutto risolledata, risulta essere sottoposta nel corso del tempo a frequenti stress (il più delle volte imprevedibili) che innalzano il livello di difficoltà nel compiere previsioni precise.

Gli effetti pandemici hanno segnato una forte volatilità degli indici inflazionistici per varie ragioni. Infatti, come anche accennato in precedenza, questa è stata determinata da fattori come il rialzo dei prezzi del petrolio (incidendo sulla componente energetica dell'HICP), la riponderazione dell'HICP (necessaria per tener conto della diversa composizione della spesa per consumi segnata dalla crisi pandemica e che ha rappresentato lo 0,3% dell'aumento dell'inflazione a gennaio) e le varie decisioni governative in risposta alla pandemia (come la posticipazione dei saldi stagionali e la calmierazione delle aliquote IVA in alcuni paesi). Tuttavia, secondo la BCE, questi fattori transitori sono responsabili di una volatilità di breve periodo. Per questa ragione, le previsioni sul tasso di inflazione di breve termine ricalcano quelle già fornite a dicembre 2020.

L'inflazione media annua, prevista all'1,5% per il 2021, dovrebbe subire una spinta verso il basso attestandosi all'1,2% nel 2022 e risalire lievemente all'1,4% nel 2023. Certamente, queste variazioni dipenderanno dalla possibilità di allentare le misure di contenimento della pandemia per stimolare nuovamente la domanda e quindi i consumi nel tentativo di sfiorare l'obiettivo del 2% fissato dalla BCE. Restano da vedere però l'efficacia delle campagne vaccinali e gli effetti di una domanda ancora molto ristretta che, in caso di espansione, potrà trovare difficoltà nella sua soddisfazione a causa della debilitazione che le imprese hanno subito da più di un anno a questa parte.



Fonte dati: BCE

SPREAD

Il termine “spread”, usato sempre con maggior frequenza nel panorama economico e politico, rappresenta il differenziale tra il rendimento di due titoli del medesimo tipo e della medesima durata. Questo valore è determinato, in genere, dalle contrattazioni sul mercato secondario: si basa quindi sull’interazione tra la domanda e l’offerta sui mercati dei titoli.

Per capire il funzionamento dello “spread” e dei suoi principali componenti è necessario fare alcune premesse. Innanzitutto, occorre sapere che ogni qualvolta uno stato o un’impresa ha bisogno di liquidità per assolvere alle proprie funzioni e per dare seguito ai propri programmi, questi ricorrono ad una sorta di “prestito”. Per far ciò è necessario emettere delle obbligazioni, che rappresentano un titolo di debito per chi li emette ed un titolo di credito per chi li acquista. Il fattore fondamentale in questa transazione è rappresentato dal tasso di interesse, che rappresenta il rendimento per l’acquirente ed il debito contratto dall’emittente dell’obbligazione.

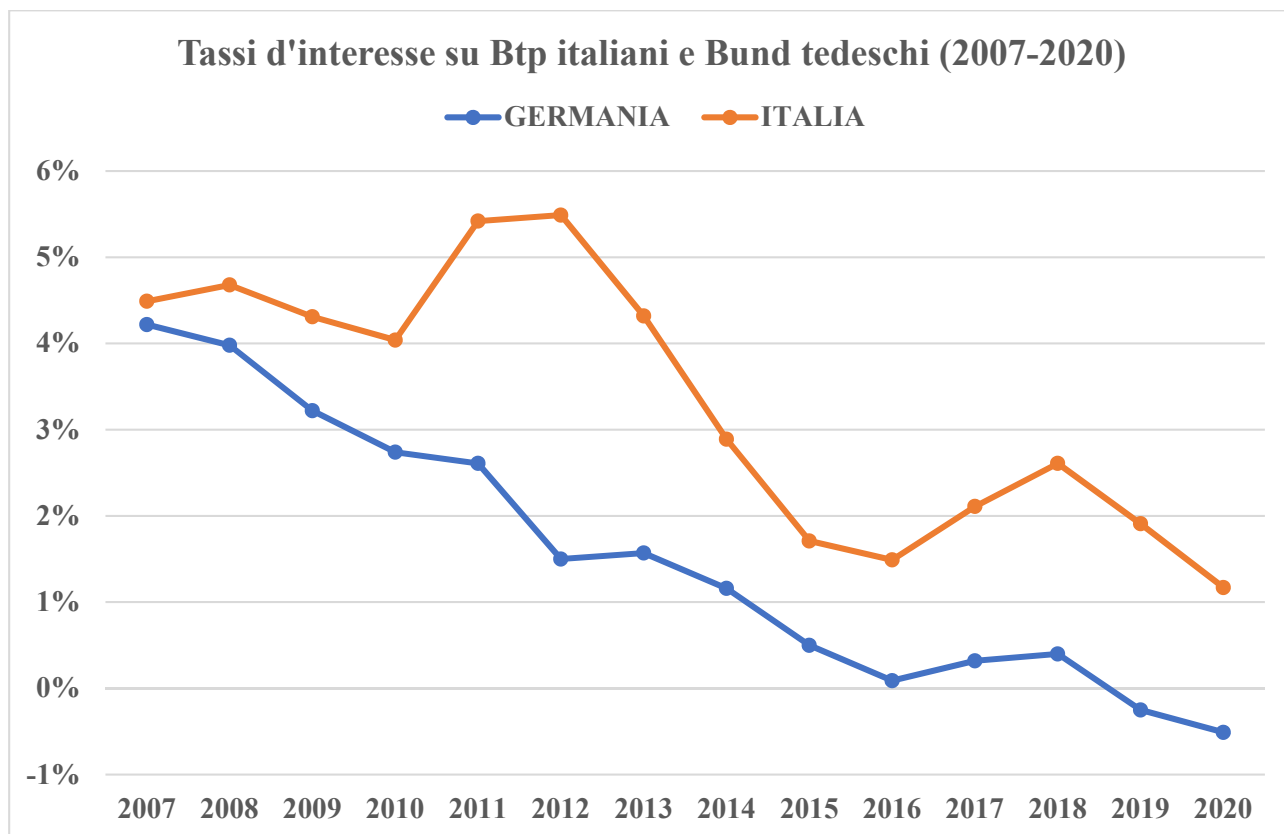
Da queste considerazioni è possibile notare come lo “spread” abbia effetti sia a livello microeconomico che a livello macroeconomico. Sotto il primo profilo, l’investitore può decidere di investire il suo risparmio tenendo conto dei tassi di interesse sui titoli e del tasso di inflazione presente nel proprio paese (prende quindi in considerazione il *tasso di interesse reale*, ovvero il tasso di interesse nominale epurato dell’inflazione). Sotto il secondo profilo, il ragionamento è inverso. Infatti, lo stato deve tener conto del differenziale tra tassi di interesse e inflazione per tenere sotto controllo il proprio debito (in caso di un differenziale negativo il debito dello stato si riduce mentre, nel caso di un differenziale positivo il debito aumenta).

Da ciò si evince perché lo “spread” stia acquisendo sempre più risonanza mediatica, non solo tra gli addetti ai lavori ma anche nell’opinione pubblica. Infatti, questo indicatore viene sempre più utilizzato come parametro fondamentale per valutare la capacità di uno stato di ripianare il proprio debito pubblico tramite l’emissione di nuovi titoli obbligazionari (più è alto il differenziale, più è difficile per lo stato assolvere a questa funzione). È, inoltre, un parametro per misurare il rischio finanziario connesso all’acquisizione dei titoli di quel dato stato e l’affidabilità di quest’ultimo nel ripagare i propri debiti. Si può dire, in generale, che lo “spread” è un parametro di grande aiuto nel definire lo stato di salute e l’affidabilità dell’economia di uno stato. Ed è anche in questo contesto che si possono inquadrare le politiche della BCE di *quantitative easing* (la politica monetaria espansiva per aumentare la moneta in circolazione), di mantenimento dei tassi di interesse prossimi allo zero e di garanzia sul debito che essa ha messo in atto da qualche anno a questa parte e che sono state rilanciate a seguito della pandemia da Covid-19.

Btp – Bund

Nel caso italiano, quando si parla di “spread” si fa riferimento ai titoli di stato italiani e a quelli tedeschi. In particolare, il differenziale è tra *Btp* (Buoni del Tesoro Poliennali) a 10 anni e *Bund* tedeschi (sempre a scadenza decennale). Questi ultimi vengono presi come titoli di riferimento perché considerati più affidabili e con basso rendimento, a rispecchiare la forza e la solidità dell’economia tedesca all’interno dell’UE. Il calcolo dello “spread” è molto semplice: ad esempio, se il rendimento dei *Btp* è del 3% mentre quello dei *Bund* è dell’1%, allora il differenziale sarà del 2%

(quindi, di 200 punti base). Nel grafico seguente è possibile apprezzare l'andamento del tasso d'interesse (calcolato come media dei tassi giornalieri) sui titoli di stato decennali di Italia e Germania, a partire dal 2007 al 2020.



Fonte dati: OCSE

Per quanto riguarda l'Italia, si possono notare alcuni picchi. Il primo, ed anche più importante, è stato toccato nel 2011 sotto il Governo Berlusconi durante la "crisi del debito sovrano". In questo periodo, infatti, si registra il picco record di 575 punti. Il secondo picco, meno prorompente ma non meno importante, si è registrato durante il Governo Conte I tra il 2018 e il 2019 dove lo "spread" ha toccato i 326 punti base. In parte, la causa dell'aumento del rendimento dei titoli di stato italiani è da attribuire al nervosismo provocato sul mercato dall'atteggiamento fortemente critico nei confronti dei parametri UE e dai continui scontri con la Commissione Europea. Ciò conferma come lo "spread", oltre ad essere parametro per mere valutazioni economico-finanziarie, assolve anche ad un ruolo di termometro del panorama politico.

Venendo ai giorni nostri, il passaggio dal Conte I al Conte II ha sancito una svolta europeista che ha provocato un effetto lenitivo facendo segnare uno "spread" di 160 punti base. Tuttavia, a causa della crisi pandemica che ha gettato nell'incertezza l'economia globale, il differenziale ha subito vari sussulti. Alla fine del 2020, anche grazie al *Pandemic emergency purchase programme* (Pepp) lanciato dalla BCE, i punti base erano "solo" 108. Ciò si evince chiaramente dall'andamento del differenziale riportato nel grafico seguente.



Spread Btp/Bund: principali eventi ultimi 3 anni. Fonte: TradingView.

A dare un'ulteriore spinta verso il basso nel differenziale tra *Btp* e *Bund* è stato il c.d. effetto "Draghi". Con l'entrata in carica a febbraio del nuovo esecutivo italiano, con a capo l'ex presidente della BCE, lo "spread" è arrivato a toccare anche gli 88 punti base. Ciò non è solo il risultato di questo avvicendamento, che ha rassicurato i mercati grazie alla credibilità e alle qualità del premier italiano, ma anche la conseguenza di un lieve innalzamento dei differenziali a dieci anni tedeschi.

Se questo trend è destinato a durare nel lungo periodo non è chiaro. Infatti, se da un lato i fondi del Recovery Fund potranno essere utilizzati per mettere in atto delle riforme strutturali che permetterebbero di mantenere il differenziale basso, dall'altro il grande indebitamento contratto per far fronte alla pandemia potrebbe annullare il primo effetto. Alcune avvisaglie sono già arrivate ad inizio aprile, quando la notizia di un nuovo scostamento di bilancio che sfiorerebbe i 40 miliardi di euro ha portato nuovamente lo "spread" sopra i 100 punti base (104).

Previsioni future

Seguendo l'effetto "Draghi", il Ministero dell'Economia e delle Finanze ha colto subito l'occasione nel mese di febbraio emettendo obbligazioni Btp per un valore pari a 14 miliardi di euro (10 miliardi di Btp decennali e 4 miliardi del titolo indicizzato all'inflazione). Il Btp decennale ha ricevuto ordini per 65,5 miliardi di euro, con un rendimento dello 0,60% che risulta essere tra i più bassi di sempre. Ciò dimostra la moderata fiducia degli investitori nei confronti della situazione italiana e la possibilità del governo italiano di finanziarsi contraendo un minor debito.

Certamente, prevedere l'andamento dello "spread" non è semplice. Infatti, essendo un rapporto tra due grandezze, ciò significa non solo analizzare le prospettive dei titoli di stato nostrani ma anche di quelli tedeschi. Questi ultimi, per effetto degli acquisti della BCE e seppur in rialzo rispetto la fine del 2020, dovrebbero continuare ad essere negativi.

Secondo alcune previsioni, lo "spread" dovrebbe scendere a 75 punti alla fine del terzo trimestre (stime ancor più rosee segnalano la possibilità di una discesa fino ai 50 punti). Questo dovrebbe essere il risultato del perdurare dell'effetto "Draghi" (ad infondere fiducia sull'economia italiana e sui mercati) e dal rientro di capitali esteri emigrati nelle prime battute della pandemia.

Come sottolineato anche in precedenza, anche qui la gestione della pandemia risulterà essere cruciale. La ripresa, che nel breve periodo sarà comunque lenta, non può prescindere da una capillare campagna vaccinale unita ad uno stimolo per le imprese. Per questo motivo, la partita cruciale si giocherà sul tavolo della Commissione UE nell'ambito del *Next Generation EU* (impropriamente detto Recovery Fund, che rappresenta invece il singolo piano nazionale di riforme per ogni Paese su come vengono gestiti e ripartiti i fondi del Next Generation EU). Il 30 aprile infatti l'Italia è chiamata a presentare il "*Piano nazionale di rilancio e resilienza*" (PNRR), un'occasione più unica che rara per dare uno slancio significativo degli investimenti nel Paese. Se la crescita risulterà vigorosa, questo dipenderà in larga parte dal successo del PNRR.

L'ultima considerazione, che potrebbe essere fonte di tensioni ed incertezze, riguarda il *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP). Questo strumento temporaneo, posto in essere dalla BCE per l'acquisto di titoli sia pubblici che privati per un valore di 1.850 miliardi di euro, ha favorito il nostro Paese (dopo la Germania, l'Italia è il Paese che più ha beneficiato dal PEPP) bloccando il crollo dei titoli di debito pubblico italiani e controllando quindi lo "spread". La preoccupazione è relativa al fatto che, probabilmente, nella primavera del 2022 il PEPP volgerà al termine. Nonostante le rassicurazioni della BCE, secondo cui il piano sarà mantenuto in vita finché il periodo più duro della pandemia non volgerà al termine e comunque non prima di marzo 2022, un suo mancato rinnovo potrà avere conseguenze drastiche per i paesi europei i quali potrebbero ritrovarsi a fronteggiare quasi "a mani nude" l'ingente debito contratto nel periodo pandemico.

BIBLIOGRAFIA:

- Banca Centrale Europea (<https://www.ecb.europa.eu/ecb/html/index.it.html>)
- Eurostat (<https://ec.europa.eu/eurostat>)
- Organizzazione per la cooperazione e lo sviluppo economico (<https://www.oecd.org>)
- Minenna Marcello, 1 marzo 2021, "Perché il ritorno dell'inflazione in Europa non spaventa", Il Sole 24 Ore, <https://www.ilssole24ore.com/art/perche-ritorno-dell-inflazione-europa-non-spaventa-ADY46qMB>