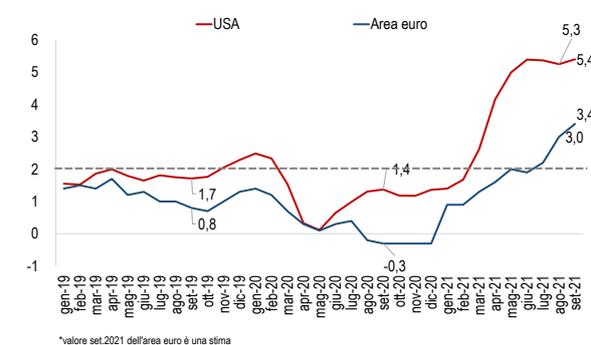
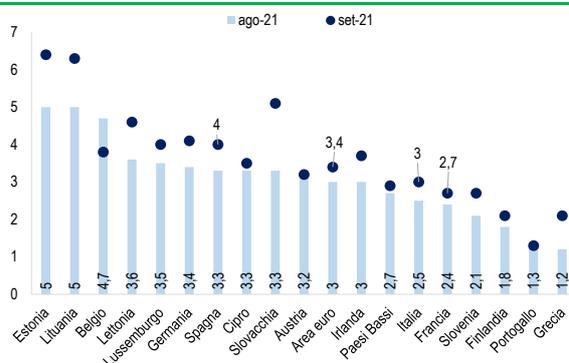


## Andamento dei prezzi al consumo (var. %; a/a; dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Ocse, Eurostat

## Andamento dell'IPCA nell'area euro (var. %; a/a; dati mensili)



Fonte: elaborazione Servizio Studi BNL su dati Eurostat

A partire dal 2021 si è registrato un **aumento generalizzato dei prezzi in molte economie avanzate**: l'indice dei prezzi al consumo (IPC) è previsto aumentare su base annua del **2,8% nel 2021** e crescere intorno al **2,3% nel 2022**, attestandosi su livelli superiori al periodo pre-pandemico.

Nel 2021 **l'inflazione statunitense** ha registrato un marcato aumento: a **settembre il tasso di crescita annuo dell'IPC ha toccato il 5,4%**, un valore quasi quadruplo rispetto all'1,4% dello stesso mese dell'anno precedente. Anche **nell'area euro** la crescita dell'inflazione ha superato il trend pre-pandemico, **raggiungendo il 3,4% a/a a settembre, il massimo storico** registrato nell'ultimo decennio.

Tra i principali driver dell'inflazione ci sono il marcato rilancio dell'attività economica a seguito dei lockdown generalizzati, **l'ingente stimolo fiscale e monetario** stanziato dai governi per fronteggiare l'emergenza sanitaria, il rapido aumento dei prezzi delle **commodities** e **l'eccessiva pressione esercitata sull'offerta**, che ha creato una congestione del processo (i cosiddetti "colli di bottiglia" o "strozzature").

**n. 26**

**18 ottobre 2021**



**BNL**  
GRUPPO BNP PARIBAS

La banca  
per un mondo  
che cambia

## Inflation is back: un fenomeno transitorio?

F. Addabbo<sup>1</sup>  [federica.addabbo@bnlmail.com](mailto:federica.addabbo@bnlmail.com)

Nel teatro dell'assurdo si direbbe "Waiting for Godot", una situazione in cui si continua ad aspettare a lungo qualcosa che appare imminente. Dopo un decennio di moderata e contenuta crescita "aspettando l'inflazione", a partire dal 2021 si è registrato un aumento generalizzato dei prezzi in molte economie avanzate: l'indice dei prezzi al consumo (IPC) è previsto aumentare su base annua del 2,8% nel 2021 e crescere intorno al 2,3% nel 2022, attestandosi su livelli superiori al periodo pre-pandemico.

Tuttavia, l'aumento dei prezzi non è stato uguale per tutti. Nel primo semestre 2021 l'inflazione statunitense ha registrato un marcato aumento. La ripresa, già iniziata nella seconda metà del 2020, si è consolidata registrando a settembre 2021 un incremento annuo dell'IPC del 5,4%, un valore quasi quadruplo rispetto all'1,4% dello stesso mese dell'anno precedente e di gran lunga superiore all'1,7% di settembre 2019. Nonostante nell'area euro la crescita dell'inflazione sia stata più moderata degli Stati Uniti, l'indice dei prezzi al consumo ha superato il trend pre-pandemico, toccando il 3,4% a/a (valore stimato) a settembre 2021, il massimo storico registrato nell'ultimo decennio.

Anche all'interno dell'area euro la risalita dei prezzi è proseguita a velocità diverse fra i paesi. L'accelerazione è stata marcata in Germania: nel mese di aprile l'inflazione tedesca ha superato in termini tendenziali il target del 2% per toccare il 3,4% ad agosto e raggiungere il 4,1% a settembre 2021 (valore stimato). L'Italia solo di recente ha ridotto il divario con l'Eurozona: il tasso di crescita annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha raggiunto il 3% a settembre, in accelerazione rispetto al mese precedente (+2,5%).

L'aumento dell'inflazione ha sollevato un dibattito mondiale che vede due ipotesi contrapposte: da un lato la risalita dei prezzi è interpretata come un fenomeno transitorio da contestualizzare in una "ripresa atipica" e senza precedenti, dall'altro c'è chi ritiene che l'inflazione abbia intrapreso un sentiero di crescita permanente, destinato a consolidarsi nel futuro prossimo. Tra i principali driver dell'inflazione ci sono il marcato rilancio dell'attività economica a seguito dei lockdown generalizzati, l'ingente stimolo fiscale e monetario stanziato dai governi per fronteggiare l'emergenza sanitaria, il rapido aumento dei prezzi delle commodities e l'eccessiva pressione esercitata sull'offerta, che ha creato una congestione del processo (i cosiddetti "colli di bottiglia" o "strozzature").

Nel teatro dell'assurdo si direbbe "Waiting for Godot", una situazione in cui si continua ad aspettare a lungo qualcosa che appare imminente. Dopo un decennio di moderata e contenuta crescita "aspettando l'inflazione", a partire dal 2021 si è registrato un aumento generalizzato dei prezzi in molte economie avanzate e in alcuni mercati emergenti. Secondo l'ultimo rapporto del Fondo monetario Internazionale<sup>2</sup>, nelle economie avanzate l'inflazione media annua calcolata sull'indice dei prezzi al consumo (IPC) è prevista aumentare del 2,8% nel 2021 e crescere intorno al 2,3% nel 2022, attestandosi su livelli superiori al periodo pre-pandemico. La pandemia ha

<sup>1</sup> Economist, Servizio Studi BNL – Gruppo BNP Paribas, le opinioni espresse impegnano unicamente l'autrice.

<sup>2</sup> World Economic Outlook, ottobre 2021.

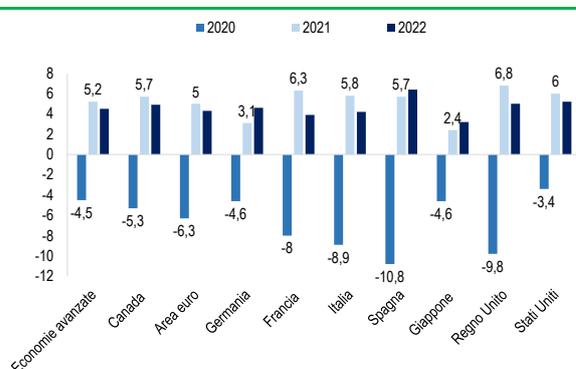


rappresentato uno shock su due fronti, sia dal lato della domanda che dell'offerta, generando effetti contrastanti, il cui risultato finale ha confermato pressioni inflazionistiche al ribasso (al di sotto del livello del 2%) per tutto il 2020 nella maggior parte delle economie. Le stime di crescita diffuse dal Fmi indicano una fase di robusta espansione dell'attività economica dei mercati avanzati: 5,2% nel 2021 e 4,5% nel 2022. Il tasso di crescita del Pil statunitense sarà al di sopra della media del gruppo con il 6% a/a nel 2021 e il 5,2% nel 2022, a poca distanza seguirà l'area euro con un tasso del 5% nell'anno in corso e il 4,3% nel 2022.

Secondo le previsioni del Fmi, a dicembre 2021 il tasso di inflazione dell'Eurozona misurato sull'IPC crescerà al ritmo del 2,9%, nel Regno Unito del 3,5%, e negli Stati Uniti del 5,1% rispetto ai dodici mesi precedenti.

### Crescita del Pil nelle principali economie del mondo

(var.%; a/a)



### Crescita dell'inflazione nelle principali economie del mondo

(var.%; a/a; indice dei prezzi al consumo; dati annuali)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI World Economic Outlook

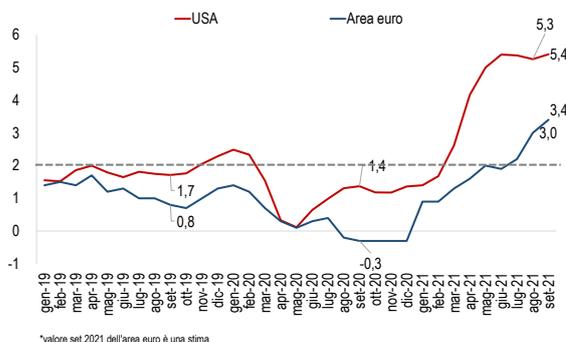
Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FMI World Economic Outlook

### L'inflazione riparte a due velocità: Stati Uniti versus Eurozona

Ad agosto l'indice dei prezzi al consumo è aumentato rispetto all'anno precedente del 3% nell'Eurozona e nel Regno Unito, del 4,1% in Canada e del 5,3% negli Stati Uniti. Tuttavia, l'aumento dei prezzi non è stato uguale per tutti: nel primo semestre 2021 l'inflazione statunitense ha registrato un marcato aumento superando di gran lunga i livelli pre-crisi. La ripresa, già iniziata nella seconda metà del 2020, si è consolidata registrando a settembre 2021 un incremento annuo dell'IPC del 5,4%<sup>3</sup>, un valore quasi quadruplo rispetto all'1,4% dello stesso mese dell'anno precedente e di gran lunga superiore all'1,7% di settembre 2019. Il recente aumento dei prezzi americani si è rivelato molto più marcato di quello avvenuto dopo la crisi finanziaria del 2008, che aveva riportato il livello dei prezzi solo di poco al di sopra del trend pre-crisi. Nonostante nell'area euro la crescita dell'inflazione sia stata più moderata degli Stati Uniti, l'indice dei prezzi al consumo ha superato il trend pre-pandemico, toccando a settembre 2021 il 3,4% a/a (valore stimato), il massimo storico registrato nell'ultimo decennio.

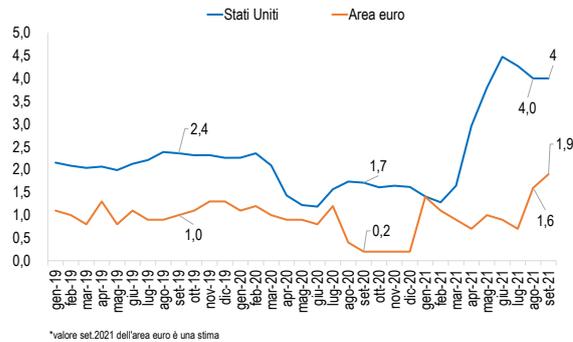
<sup>3</sup> US Bureau of Labor Statistics, Economic New release, 13 ottobre 2021.

### Andamento dei prezzi al consumo (var. %; a/a; dati mensili)



\*valore set.2021 dell'area euro è una stima

### Andamento dei prezzi al consumo al netto delle componenti energetiche e alimentari (var. %; a/a; dati mensili)



\*valore set.2021 dell'area euro è una stima

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse, Eurostat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse, Eurostat

L'inflazione americana misurata sull'IPC al netto delle componenti più variabili (beni alimentari ed energetici) si attesta su livelli considerevolmente più elevati dell'obiettivo statutario e rispetto al periodo precedente la pandemia: 4% ad agosto 2021. Al contrario, nell'area euro l'inflazione core misurata sull'IPC si è mantenuta al di sotto dell'obiettivo del 2%: 1,6% ad agosto 2021 ed è stimata raggiungere l'1,9%<sup>4</sup> a settembre 2021. A conferma di ciò, l'analisi condotta dalla Bce<sup>5</sup> sottolinea come le pressioni sui prezzi al netto di beni energetici e alimentari siano generalizzate fra i settori dell'economia americana. La quota di voci di spesa inserite nel paniere IPC statunitense con tassi superiori al 2%<sup>6</sup> pesava meno della metà nel 2019 ed ha raggiunto quasi i due terzi dell'intero paniere a luglio 2021. Nell'area euro tale quota è stata decisamente più contenuta, raggiungendo quasi un terzo del paniere e rivelando un aumento dei prezzi meno generalizzato tra le voci di spesa.

Il rincaro dei prodotti energetici ha giocato un ruolo chiave nella rapida risalita dei prezzi. Nonostante il tasso di inflazione dei beni energetici avesse lo stesso ritmo di crescita a gennaio 2021, le due aree si sono distinte solo in seguito per l'accelerazione con cui ha proseguito nei mesi successivi. Ad agosto 2021 l'inflazione della componente energetica misurata sull'IPC statunitense ha toccato il 25% a/a a fronte del 15% a/a del prezzo dell'Eurozona. Ciò riflette l'aumento delle quotazioni del greggio, dovuto alle riaperture e alla conseguente ripresa dell'economia mondiale non eguagliata da uno speculare incremento della produzione. A settembre il prezzo del Brent<sup>7</sup> ha raggiunto i 74,6 dollari al barile dal valore di 70,8 osservato nel mese

<sup>4</sup> Stime Eurostat, settembre 2021.

<sup>5</sup> BCE Bollettino economico, numero 6 / 2021 – Riquadri Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

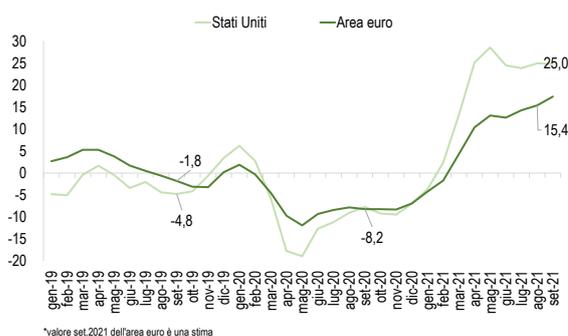
<sup>6</sup> La quota di voci di spesa con un'inflazione superiore al 2% può essere considerata un indicatore di quanto le pressioni sui prezzi siano generalizzate nella distribuzione delle voci incluse nell'IPC al netto di beni alimentari ed energetici.

<sup>7</sup> Brent è un petrolio misto (una miscela di Brent, Forties, Oseberg ed Ekofisk) estratto dal sottosuolo del Mare del Nord. Viene solitamente raffinato per ottenere gasolio e benzina. Nel contesto del trading, nei

precedente (49,1\$ a settembre 2020, 62,4\$ a settembre 2019) seguito dal prezzo del WTI (West Texas Intermedie) che ha toccato i 71,5 \$ al barile a settembre 2021 (dati mensili).

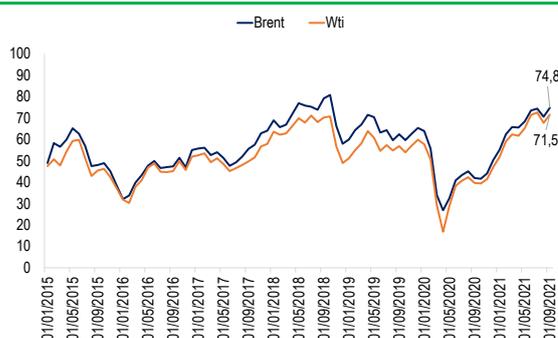
### Andamento dei prezzi al consumo dell'energia

(var. %; a/a; dati mensili)



### Andamento dei prezzi del greggio

(dollari al barile)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Ocse, Eurostat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Datastream

I principali driver dell'inflazione sono la ripresa dell'attività economica a seguito dei lockdown generalizzati, l'ingente stimolo fiscale e monetario stanziato dai governi per fronteggiare l'emergenza sanitaria, il rapido aumento dei prezzi delle commodities e l'eccessiva pressione esercitata sull'offerta che ha creato delle "strozzature". Infatti, con la repentina ripresa dell'attività economica dopo la pandemia, la produzione non ha soddisfatto tempestivamente la domanda, creando una congestione del processo (i cosiddetti "colli di bottiglia" o "strozzature"), in cui le richieste di lavorazioni eccedono di gran lunga quante ne possa elaborare il sistema alla massima capacità, provocando ritardi e interruzioni nella produzione. Un caso esemplare è stata la carenza dei semiconduttori, una componente cardine per l'elettronica e i consumi tecnologici (cellulari, televisioni) che ha messo in crisi le filiere di molte aziende procurando ritardi. A ciò si aggiunge il rincaro dei prezzi relativi ai servizi di viaggio e di trasporto.

Alla base della diversa dinamica dei prezzi che ha caratterizzato le due aree si individuano delle differenze: la crescita del Pil dell'Eurozona ha subito un brusco arresto nel 2020 (-6,5% a/a) rispetto alla contrazione registratasi negli Stati Uniti (-3,4% a/a) e questo avrebbe creato un ambiente più favorevole per la risalita dei prezzi. Nonostante le risposte di bilancio siano state tempestive e massicce in entrambe i paesi, gli stimoli fiscali sono stati di diversa entità: il disavanzo aggiustato per il ciclo negli Stati Uniti è stato del 9,6% del Pil nel 2020 e del 3,8% nell'area euro<sup>8</sup>. Per quanto riguarda la scarsità degli input (materie prime e semiconduttori), i costi relativi ai servizi di viaggio e di trasporto e le strozzature createsi nelle filiere produttive, il quadro è stato più severo negli USA che nell'Eurozona. Secondo l'analisi Bce<sup>9</sup>, l'impennata dei prezzi di camion e delle autovetture usati, registratasi nel secondo trimestre 2021, ha

mercati in generale il Brent è uno dei benchmark di riferimento per il petrolio, specialmente per il Medio Oriente, l'Europa e l'Africa.

<sup>8</sup> Banca d'Italia, "La risposta della politica di bilancio degli Stati Uniti al Covid-19 e un confronto con quella dell'area euro", 30 giugno 2021.

<sup>9</sup> BCE Bollettino economico, numero 6 / 2021 – Riquadri Raffronto tra gli andamenti recenti dell'inflazione negli Stati Uniti e nell'area dell'euro.

rappresentato circa la metà dell'incremento dell'inflazione statunitense misurata sull'IPC al netto dei beni alimentari ed energetici.

Al contrario gli affitti hanno contribuito alla favorevole dinamica dei prezzi più nell'area euro che negli Stati Uniti, mitigandone solo in parte il divario.

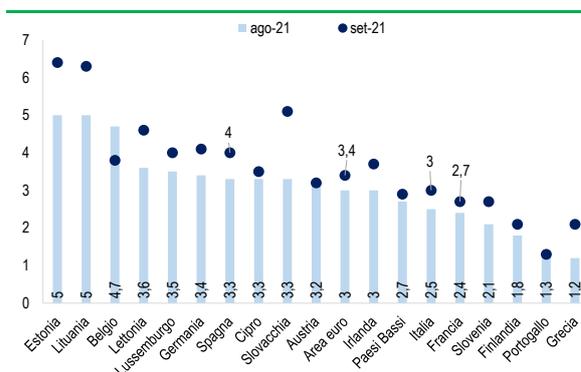
Anche all'interno dell'area euro la risalita dei prezzi è proseguita a velocità diverse fra i paesi: l'accelerazione è stata marcata in Germania a seguito del venir meno della riduzione temporanea dell'IVA ed è stata più modesta in Italia e in Francia.

A partire dal 2021 l'inflazione tedesca ha viaggiato su valori superiori alla media dell'Eurozona: nel mese di aprile l'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) ha superato in termini tendenziali il target del 2% per toccare il 3,4% ad agosto e raggiungere il 4,1% il mese scorso (valore stimato).

Secondo le previsioni Eurostat, a settembre 2021 è diminuito anche il divario dell'inflazione dell'Italia rispetto all'area euro: il tasso di crescita annuo dell'indice armonizzato dei prezzi al consumo ha raggiunto il 3%, in accelerazione rispetto al mese precedente (+2,5%). Un contributo positivo è stato fornito dalla dinamica di fondo dei prezzi che ha registrato un netto miglioramento nell'ultimo mese: l'IPCA al netto delle componenti energetiche e alimentari misurato su base annua è passato dallo 0,8% di agosto 2021 all'1,5% di settembre 2021.

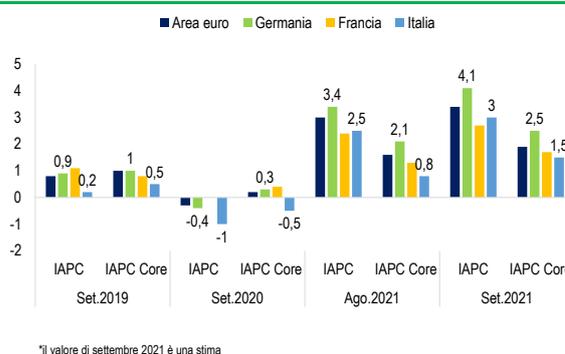
### Andamento dell'IPCA nell'area euro

(var. %; a/a; dati mensili)



### Andamento dell'IPCA in alcuni paesi dell'area euro

(var. %; a/a; dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati Eurostat

### Le cause dell'inflazione: un fenomeno transitorio?

Nella teoria economica le cause di un aumento generalizzato dei prezzi sono da rinvenire in un aumento globale della richiesta di beni e servizi (inflazione da domanda), in un eccesso di offerta di moneta rispetto alla produzione massima di merci (inflazione monetaria) o in un incremento dei costi di produzione per le imprese, salari o materie prime, che si riversano nel prezzo del prodotto finale (inflazione da costi). Tuttavia, anche i cambiamenti strutturali possono avere un impatto di lungo periodo sull'inflazione. Tra questi l'invecchiamento della popolazione crea un momentaneo squilibrio tra risparmio e investimenti, il progresso tecnologico rende obsoleti dei posti di lavoro e non garantisce uno spostamento altrettanto repentino della forza lavoro verso segmenti più qualificati, provocando pressioni a ribasso dei

salari. Il commercio elettronico incentiva la trasparenza dei prezzi tra distributori e fornitori.

Tuttavia l'aumento dell'inflazione, registratosi nei primi nove mesi del 2021, ha sollevato un dibattito mondiale sugli scenari futuri che possono delinearsi. Da un lato alcuni policy makers interpretano la risalita dei prezzi come un fenomeno transitorio da contestualizzare in una "ripresa atipica" e senza precedenti, che alcuni descriverebbero come reflazione, una moderata inflazione successiva a un prolungato periodo di deflazione e che segue una ripresa economica. In questo contesto la risposta delle banche centrali è continuare su un sentiero accomodante con un attento monitoraggio degli sviluppi futuri. Nel discorso del 28 settembre scorso il presidente Bce ha sottolineato come l'aumento dell'inflazione sia dovuto a una ripresa eccezionale dell'economia in risposta a un evento altrettanto eccezionale come la pandemia. Questo marcato aumento va letto alla luce di una ripresa in termini di crescita economica atipica in cui si è passati dal -6,5% del 2020 al +5,3% previsto nel 2021 nell'area euro. Le proiezioni macroeconomiche della Bce, pubblicate a settembre 2021, hanno ribadito come l'aumento dell'inflazione nell'area euro sia stato guidato maggiormente da fattori temporanei, destinati a rientrare nel 2022 e prevedono che il tasso di inflazione si attesti al 2,2% nel 2021, all'1,7% nel 2022 e raggiunga l'1,5% nel 2023. In questa ottica di temporaneità del fenomeno si è ribadito come il compito della autorità monetaria non sia quello di reagire a qualsiasi scostamento (shock) temporaneo dell'inflazione<sup>10</sup>.

### Politica monetaria e inflazione: i mandati delle banche centrali

Tuttavia, l'idiosincrasia per l'inflazione non si è conclusa per tutti e c'è chi ritiene che l'inflazione abbia intrapreso un sentiero di crescita permanente destinato a consolidarsi nel futuro prossimo. Ad alimentare i timori di un eccessivo surriscaldamento dell'economia e dell'inizio di una spirale inflazionistica c'è un retaggio storico che ha inizio per alcuni negli anni '60-'70 e per altri ancor prima. Dopo un ventennio di bassa inflazione che seguì le grandi guerre, gli Stati Uniti assistettero a un graduale aumento dei prezzi, che ebbe inizio a metà degli anni '60 e intraprese un sentiero di crescita vertiginosa durante gli anni '70 a causa degli shock dal lato dell'offerta (shock petroliferi) e di un elevato deficit che finanziava la spesa pubblica. La vertiginosa crescita dei prezzi fu accompagnata da una contrazione dell'attività economica (stagflazione). Nel giugno 1980 l'inflazione americana sfiorò il 20% ma con una aggressiva politica dei tassi perseguita dalla Fed si raggiunse il 3% nel 1983<sup>11</sup>.

Così a partire dalla fine degli anni '80 nella maggior parte delle economie avanzate è iniziato un periodo conosciuto come *Great moderation*, caratterizzato da una crescita moderata del Pil e un rigido controllo dell'inflazione, a seguito dei picchi inflazionistici registrati nel ventennio precedente. Dal 1990 in poi molte banche centrali hanno adottato regimi orientati alla stabilità dei prezzi<sup>12</sup>, annunciando nella maggior parte dei casi il livello di inflazione desiderato da rispettare su un orizzonte temporale definito. È il caso della Banca della Nuova Zelanda, del Canada, della Banca di Inghilterra (BoE), della Banca Centrale Europea (Bce) e della Banca del Giappone (BoJ)<sup>13</sup>.

<sup>10</sup> "The monetary policy toolbox and the effective lower bound", discorso Philip R. Lane, all' "ECB Conference on Monetary Policy: bridging science and practice"; 11 ottobre 2021.

<sup>11</sup> FMI, World economic outlook, ottobre 2021.

<sup>12</sup> Il mantenimento della stabilità dei prezzi può essere perseguito considerando gli scostamenti delle previsioni di inflazione pubblicate rispetto a un target annunciato (inflation targeting) oppure basandosi sulle differenze della crescita della moneta rispetto a un obiettivo preannunciato (monetary targeting).

<sup>13</sup> La Banca del Giappone pur perseguendo da tempo la price stability, ha definito un target di inflazione



Diversamente, la Federal Reserve (Fed) dal 1977 persegue un duplice mandato orientato alla piena occupazione e al mantenimento dei prezzi, esplicitato solo a partire dal 2012 con un target di inflazione del 2%. Il rigido controllo dell'inflazione e i continui shock avversi che hanno colpito l'economia negli anni a venire hanno contribuito al moderato, a volte deludente, andamento dell'inflazione, accentuatosi soprattutto negli anni della crisi finanziaria del 2008. La variazione media dei prezzi al consumo nelle economie avanzate è passata dal 6,5% degli anni '80, al 2,9% degli anni '90, all'1,5% nell'ultimo decennio ed è stata accompagnata da una discesa dei tassi di interesse nominali e reali. Analogamente il tasso di inflazione dell'area euro è sceso dai livelli del 2% nel decennio 1990-2000 al tasso medio decennale dell'1,4% nel periodo 2010-2019. In questo contesto lo shock pandemico ha accentuato le pressioni a ribasso sulla dinamica dei prezzi. Il marcato deterioramento delle variabili reali a seguito della pandemia ha portato le principali banche centrali non solo a rafforzare le misure di politica monetaria espansiva ma a rivedere i propri obiettivi.

Il 27 agosto 2020, in occasione della conferenza annuale di Jackson Hole, il presidente della Fed in nome di una robusta ripresa del mercato del lavoro, in termini di occupazione e dinamica salariale, ha stabilito che il suo obiettivo di price stability di lungo periodo è perseguire un'inflazione media del 2%, annunciando che la banca centrale potrà tollerare scostamenti temporanei del tasso di inflazione al di sopra del 2%<sup>14</sup>. La revisione della strategia è stata una risposta ai persistenti bassi tassi di inflazione registratisi negli ultimi anni e avrebbe consentito un più ampio margine di manovra continuando a mantenere i tassi di interesse su livelli prossimi allo zero. Il Federal Open Market Committee ha anticipato che intende riconsiderare la revisione della strategia ogni circa cinque anni per stare al passo con gli sviluppi dell'economia.

A meno di un anno di distanza dalla Fed, il Consiglio direttivo della Bce il 22 giugno 2021 ha ufficializzato la sua strategia, stabilendo che il 2% diventi un target simmetrico di inflazione da raggiungere nel medio termine e non più il tetto massimo (*ceiling*) entro cui perseguire la stabilità dei prezzi. Sancendo un obiettivo statutario da perseguire simmetricamente qualsiasi deviazione negativa o positiva dal target è egualmente indesiderabile. È la seconda revisione condotta dalla Bce dalla sua formazione: originariamente la crescita dei prezzi non avrebbe dovuto superare il 2% (*"below to 2%"*). Il rigido controllo dei prezzi, scelta dovuta alle contingenze e al retaggio storico delle autorità monetarie nazionali, consentì alla nuova banca centrale di acquisire credibilità in un contesto in cui l'inflazione era troppo alta. Seguì un periodo di moderata crescita dei prezzi che portò la Bce ormai solida a specificare, con la revisione del maggio 2003, che l'inflazione dovesse essere inferiore ma prossima al target stabilito (*"below but close to 2%"*). Solo di recente l'autorità monetaria ha ritenuto opportuno riformulare il proprio obiettivo di price stability, promuovendo una visione simmetrica di strategia con cui ancorare le aspettative di inflazione a seguito di un lungo e prolungato periodo deflazionistico.

---

(come aumento generalizzato del livello dei prezzi pari al 2%) solo nel 2013 contestuale all'avvio del programma Abenomics.

<sup>14</sup> "On price stability, the FOMC adjusted its strategy for achieving its longer-run inflation goal of 2 percent by noting that it "seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time." To this end, the revised statement states that "following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time." Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy, Federal Reserve, 2020.

## Indici e misure dell'inflazione: Fed e Bce

Il mandato di stabilità dei prezzi può essere perseguito tenendo conto di indicatori diversi, generalmente è formulato in conformità di un indice di prezzo al consumo (*Consumer price index*), che riflette il costo della vita e le scelte di investimento degli agenti economici. La Bce misura la stabilità dei prezzi come l'aumento sui dodici mesi dell'indice dei prezzi al consumo armonizzato (IPCA) per l'area euro del 2%, che consente la comparabilità dei dati dei diversi stati membri ed è calcolato come la media ponderata dei prezzi di uno specifico paniere di beni e servizi scelto in base alle abitudini di spesa media delle famiglie nel corso dell'anno. Nel monitoraggio dell'inflazione è prassi distinguere componenti diverse che concorrono all'andamento generalizzato dei prezzi: una componente più persistente ed estesa su un lungo orizzonte temporale (componente di fondo) e l'altra di breve periodo legata a fattori che presentano un'eccessiva volatilità (alimentari ed energia), o di carattere transitorio e stagionale (saldi, sconti e promozioni) o che mostrano un'eccessiva sensibilità all'andamento del ciclo economico. La distinzione consente alla banca centrale di attuare la propria politica monetaria in modo adeguato e tempestivo potendo influenzare solo la componente di lungo periodo (inflazione di fondo).

Al contrario della Bce, la Fed impiega due indicatori per monitorare l'inflazione americana: oltre al *Consumer price index* (CPI) elaborato dal Bureau of Labor Statistics, utilizza l'indice dei prezzi basato sulla spesa al consumo personale (*Personal Consumption Expenditure*, PCE)<sup>15</sup>, elaborato dal Bureau of Economic Analysis. Quest'ultimo ha dei vantaggi che lo rendono la misura più utilizzata dalla Fed per stimare l'inflazione: per costruzione<sup>16</sup> è meno soggetto alle forti oscillazioni dei prezzi, la composizione del paniere è aggiornata più di frequente al contrario dell'indice dei prezzi al consumo, che misura le variazioni dei prezzi rispetto all'anno preso come base.

L'indice dei prezzi al consumo può sovrastimare l'inflazione perché il paniere tende a essere ritenuto costante (anno base), ignorando l'effetto sostituzione che può indurre i consumatori a sostituire i beni che diventano relativamente più costosi con quelli più economici, oltre a tralasciare qualsiasi aumento generalizzato dei prezzi dovuto a incrementi qualitativi del bene. Inoltre, l'utilizzo dell'IPC non evita il ribasamento (la necessità di rivedere all'indietro le serie storiche quando avviene il cambiamento dell'anno base). Il *Personal Consumption Expenditure* risente però del livello di aggregazione, ossia il calcolo dell'indice per l'intera produzione non coincide con la somma degli indici calcolati per le sue componenti.

Sin da prima della pandemia la Fed di Dallas ha misurato l'inflazione adottando la media troncata (*trimmed mean*) del PCE che consente di ridurre l'effetto di valori estremi sulla media aritmetica, escludendo una percentuale a scelta. Da una ricerca realizzata dagli economisti della FED è emerso che nel 2019 la *trimmed PCE* fosse meno volatile degli indici di fondo (*headline*) e avesse un valore predittivo dei prezzi futuri più accurato. L'utilizzo di questa misura statistica consentirebbe di non escludere i beni energetici e alimentari, che ricoprono un peso significativo sul bilancio delle famiglie, fattore tralasciato quando si distinguono le componenti di fondo da quelle core nella misurazione più comune dell'inflazione. Sulla base di ciò l'inflazione di fondo statunitense misurata con l'IPC sarebbe aumentata del 5,3% ad agosto 2021 rispetto ai

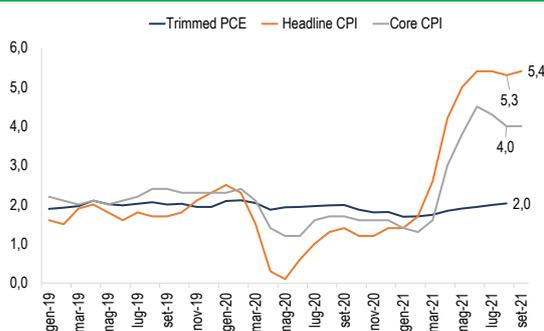
<sup>15</sup> Da febbraio 2000 la Fed ha annunciato nel *Monetary Policy Report to the Congress* che la sua misura principale di inflazione è stato l'indice PCE.

<sup>16</sup> Il *Personal Consumption Expenditure* (PCE) adottato soprattutto dagli Stati Uniti e dal Canada si basa sulla costruzione dell'Indice di Fisher mentre l'Unione europea predilige gli indicatori a catena come l'indice dei prezzi al consumo che si basa sugli indici di Laspeyres.

12 mesi precedenti mentre la media troncata PCE sarebbe rimasta attorno al 2% in linea con il target della FED.

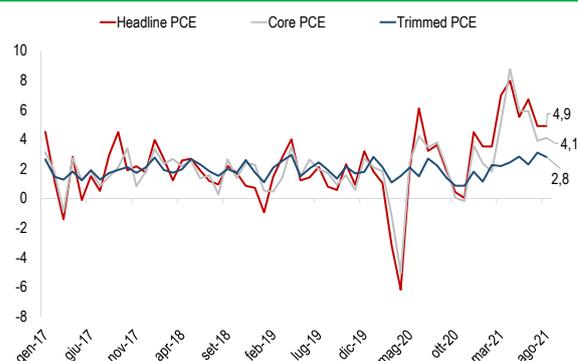
### Misure di inflazione statunitense sui 12 mesi

(var. %; dati mensili)



### Inflazione statunitense misurata sul Personal Consumption expenditure

(var. %; sui 12 mesi precedenti; dati mensili)



Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FED Dallas, BLS

Fonte: elaborazioni Servizio Studi BNL su dati FED Dallas, IFM

Il presente documento è stato preparato nell'ambito della propria attività di ricerca economica da BNL-Gruppo Bnp Paribas. Le stime e le opinioni espresse sono riferibili al Servizio Studi di BNL-Gruppo 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.

Autorizzazione del Tribunale di Roma n. 159/2002. Le opinioni espresse non impegnano la responsabilità della banca.