



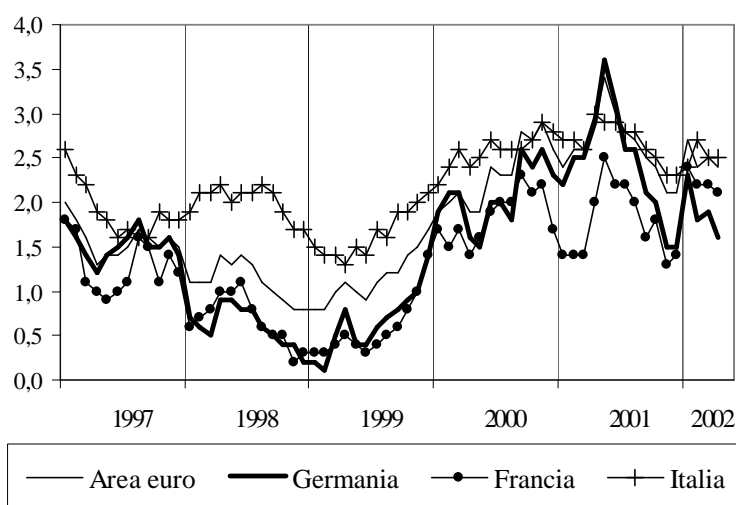
PROSEGUE IL RALLENTAMENTO DEI PREZZI, FRENATO DA ALCUNE RIGIDITA' DEI MERCATI E DAL PEGGIORAMENTO DELLE ASPETTATIVE DI INFLAZIONE DEI CONSUMATORI

Dopo la battuta d'arresto di inizio anno, è ripreso il processo di disinflazione in Italia e nella zona euro. Nel nostro Paese, i prezzi dovrebbero rallentare soprattutto nella parte centrale dell'anno, grazie all'alleggerimento dei fattori di tensione registrati nei primi mesi del 2002, come le spinte sugli alimentari, sul petrolio e sui prezzi regolamentati. Contribuiscono alla disinflazione sia il rafforzamento dell'euro, sia l'assenza di pressioni dal lato dei costi di produzione interni. Questi elementi favorevoli dovrebbero compensare le sollecitazioni al rialzo eventualmente collegate al consolidamento della ripresa economica, che sembrano trasparire anche dalle attese rilevate nelle ultime inchieste ISAE sulle imprese. Su questo quadro pesano alcuni fattori di rischio, come il rafforzamento delle aspettative di inflazione dei consumatori oltre il livello "giustificato" dall'andamento di fondo effettivo dei prezzi, attribuibile soprattutto alla brusca inversione di tendenza nei prezzi dei prodotti acquistati più di frequente, come i carburanti e gli alimentari freschi. Sulla dinamica dell'inflazione ha influito il generale processo di riequilibrio tra i prezzi dei diversi prodotti, favorito anche dalla revisione dei listini incoraggiata dall'introduzione dell'euro. Continuano inoltre a incidere alcuni fattori strutturali, quali la scarsa concorrenza in particolari settori; il fatto che i prezzi hanno reagito prontamente al temporaneo aumento del petrolio, prima di incorporare completamente il prolungato calo delle quotazioni verificatesi nel 2001; l'amplificazione delle spinte al rialzo causata da un allargamento dei margini lordi di trasporto e distribuzione al dettaglio.

Battuta d'arresto e ripresa del processo di disinflazione

Nei primi mesi dell'anno la dinamica dell'inflazione in Italia ha disatteso le aspettative che ne prevedevano una netta decelerazione. Diversi elementi lasciavano, infatti, presagire una discesa pronunciata. In particolare, giocavano a favore di un calo il confronto con un periodo dello scorso anno in cui le sollecitazioni sui prezzi erano risultate decisamente consistenti, a causa della emergenza sanitaria nel comparto alimentare (sindrome BSE e altre); il ridimensionamento, sul finire del 2001, dei corsi petroliferi; la debolezza dell'attività economica; l'assenza di forti pressioni dal lato dei costi interni, soprattutto nel settore industriale. Il concorrere di una plura-

Inflazione al consumo nell'area euro
(variazioni percentuali annue)



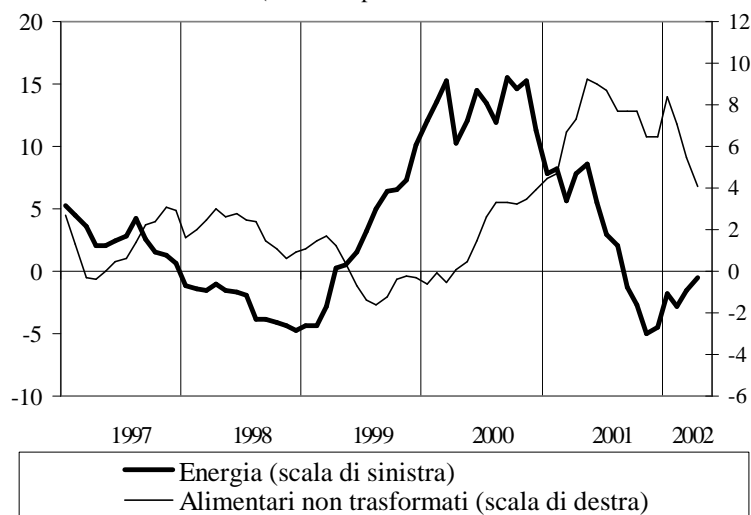
Fonte: EUROSTAT

lità di fattori di spinta (contingenti e transitori) hanno invece indotto a inizio anno dapprima una battuta d'arresto nel processo di rientro e quindi una risalita dell'inflazione che si è protratta nei mesi invernali. Il graduale esaurirsi degli effetti di taluni di questi impulsi inflazionistici ha permesso solo in primavera l'avvio di una moderata decelerazione, che dovrebbe comunque farsi più evidente nei mesi centrali dell'anno.

Fattori comuni all'origine della risalita dell'inflazione nell'area euro

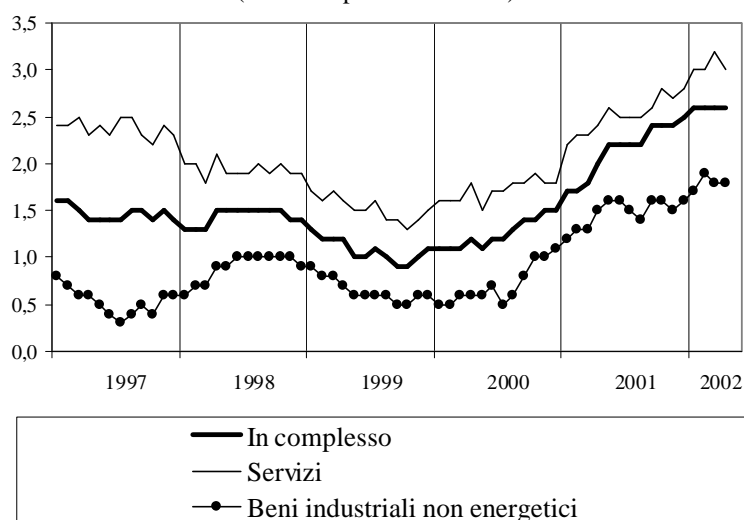
L'interruzione del processo di disinflazione non ha riguardato soltanto la nostra economia ma è risultata diffusa alla quasi totalità dei paesi europei. Molti dei fattori alla base dell'accelerazione dei prezzi hanno, infatti, un'origine comune. In primo luogo, tra gli elementi maggiormente responsabili della ripresa dell'inflazione vi sono alcune spinte settoriali. In particolare, la situazione climatica sfavorevole che ha interessato diverse regioni dell'area europea ha determinato l'impennata dei prezzi dei beni alimentari freschi. Inoltre, la ripresa dei corsi delle materie prime e soprattutto la fiammata delle quotazioni del petrolio, dovuta alle crescenti tensioni politiche in Medio Oriente, hanno nuovamente fornito un impulso inflazionistico esogeno non irrilevante. In ultimo, in molti paesi dell'UEM il concentrarsi a inizio anno degli adeguamenti di numerosi prezzi amministrati e imposte, unitamente all'introduzione fisica dell'euro possono aver fornito l'opportunità per taluni

Componenti dell'inflazione al consumo nell'area euro
(variazioni percentuali annue)



Fonte: EUROSTAT

Core inflation nell'area euro
(variazioni percentuali annue)

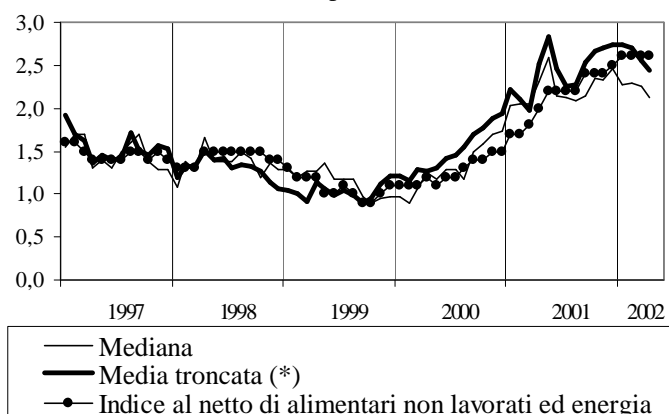


Fonte: EUROSTAT

arrotondamenti e aggiustamenti al rialzo dei prezzi. Alla ripresa dell'inflazione in tutta Europa non è probabilmente estranea, peraltro, qualche perturbazione sulla disponibilità di circolante e sulla velocità di circolazione della nuova moneta, che possono aver determinato un eccesso di liquidità nel sistema.

Nell'area dell'euro l'inflazione, dopo essere scesa alla fine dello scorso anno in prossimità della soglia massima stabilita dalla Banca Centrale Europea, ha segnalato in gennaio un forte aumento (2,7%), ridimensionandosi leggermente nei mesi successivi, ma rimanendo su livelli considerevolmente più elevati rispetto al *target* (2,4% in media nel trimestre febbraio-aprile). Il maggior dinamismo dei prezzi non ha riguardato solo le componenti tradizionalmente più volatili dell'indice, come dimostra l'accelerazione dell'inflazione di fondo nel primo quadrimestre dell'anno. La dinamica della *core inflation* (misurata escludendo energia e alimentari non trasformati) ha probabilmente riflesso, oltre a una maggiore inerzia, fattori temporanei di spinta diffusi soprattutto tra i servizi. In particolare, il passaggio all'euro può aver consentito, nei settori meno esposti alla concorrenza, revisioni anticipate o più ampie dei listini, dando luogo a cambiamenti nei prezzi relativi tra beni e servizi. In effetti, gli indicatori di *core inflation* basati sulla mediana e sulla media troncata delle variazioni dei prezzi mostrano una riduzione delle tensioni a partire da inizio anno.

Indicatori di *core inflation* nell'area euro
(variazioni percentuali)



(*) Calcolata escludendo ogni mese il 10% dei prodotti con tassi di variazione su 12 mesi più volatili

Fonte: elaborazioni ISAE su dati EUROSTAT

... e in Italia

In Italia, la dinamica dell'inflazione ha mostrato, a inizio anno, una risalita relativamente più moderata. In base all'indice armonizzato, il tasso tendenziale è aumentato dal 2,3% della fine del 2001 al 2,7% di febbraio, per poi ripiegare già in marzo e aprile al 2,5%. In base all'indice nazionale per l'intera collettività, la dinamica dei prezzi ha messo in evidenza un rialzo ancora più modesto: solo un decimo di punto in più per l'incremento anno su anno, dal 2,4% di dicembre al 2,5% di febbraio-marzo¹. L'accelerazione di inizio anno dell'inflazione risulta, peraltro, relativamente più evidente nei dati al netto dei fattori stagionali. Il tasso di crescita calcolato su tre mesi ed espresso in ragione d'anno è passato dal 2,3% del dicembre scorso al 2,6% di febbraio.

A partire da aprile, la dinamica dei prezzi ha cominciato a flettere, sia pure moderatamente. Anche le stime preliminari relative a maggio confermano il rafforzamento della tendenza decelerativa. Al netto della stagionalità, tra marzo e maggio l'indice nazionale per l'intera collettività ha registrato un ritmo di aumento annualizzato del 2,2%, mentre anche il tasso anno su anno si è ridotto ulteriormente, scendendo al 2,3%. L'andamento dell'inflazione negli ultimi due mesi sembrerebbe dunque confermare la natura accidentale e transitoria dei fattori che ne hanno contrastato a inizio

¹ Bisogna sottolineare che dal gennaio 2002 l'indice armonizzato considera anche le riduzioni temporanee dei prezzi (quali i saldi, le vendite promozionali o altro), diversamente dall'indice nazionale che non le include. Nei mesi in cui tali riduzioni sono maggiormente diffuse, i due indici possono dunque mostrare una dinamica notevolmente differenziata, sia a livello congiunturale, sia sul confronto con 12 mesi prima.



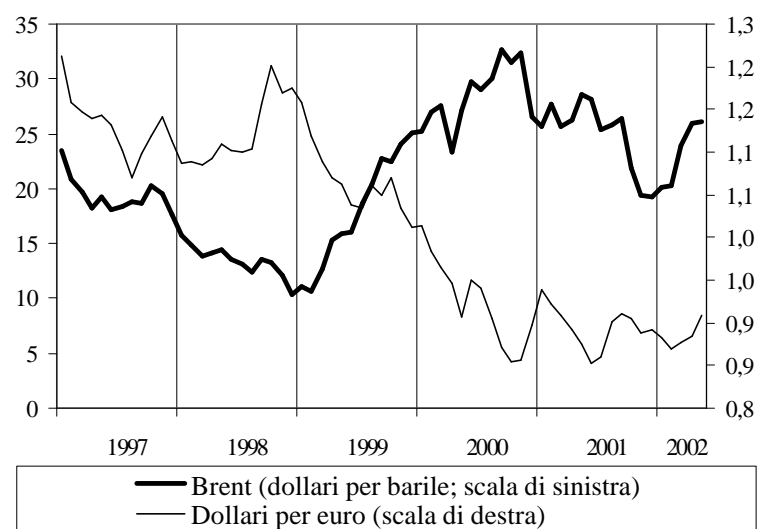
Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

anno la discesa. Il rallentamento è stato, infatti, favorito dal riassorbimento delle tensioni che avevano colpito soprattutto gli alimentari e i prezzi regolamentati. Anche i listini dei prodotti energetici, e in particolare quelli alla pompa, non hanno fornito ulteriori sollecitazioni, grazie alla sostanziale stabilizzazione dei prezzi petroliferi internazionali nel periodo più recente e al contemporaneo rafforzamento dell'euro sui mercati valutari. Rimangono, viceversa, forti le resistenze alla disinflazione nel settore dei servizi, e in particolare in quelli più tradizionali e meno soggetti alla concorrenza. Soprattutto nella filiera del turismo e della ristorazione la dinamica dei prezzi si continua a mantenere decisamente sostenuta

Listini industriali moderati, con segnali di ripresa nei beni finali di consumo

L'andamento dei prezzi al consumo si è fin qui giovato della moderazione che ancora contraddistingue i listini nelle fasi a monte della distribuzione finale. Le spinte provenienti dai prezzi industriali sono rimaste limitate e settorialmente circoscritte, anche se comincia a intravedersi qualche segnale di ripresa. Se la dinamica tendenziale dei prezzi dei prodotti industriali si è sostanzialmente stabilizzata dal novembre scorso intorno ad una variazione negativa dell'1,3%, dallo stesso mese l'andamento congiunturale, calcolato in ragione d'anno sui dati al netto dei fattori stagionali, ha iniziato a mostrare un profilo in risalita (dal -2,8% di novembre al -0,1% di marzo). Ciò è stato determinato in buona misura dal

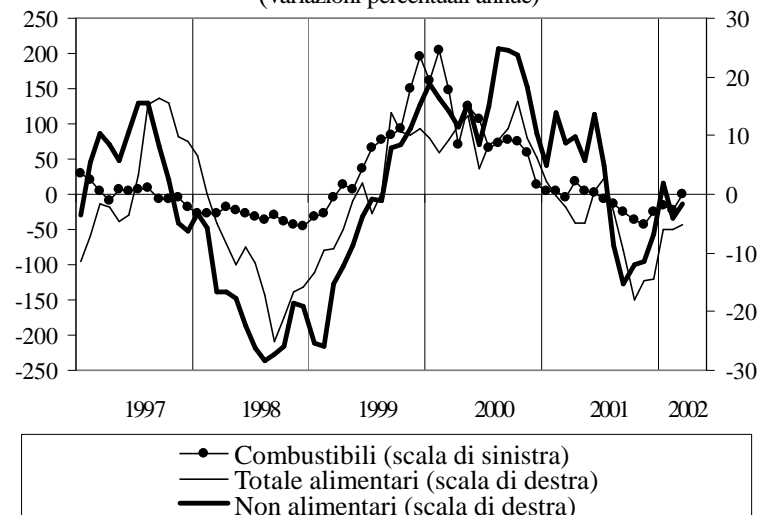
Quotazione del petrolio e cambio dell'euro rispetto al dollaro



Fonte: Datastream

Prezzi delle materie prime in euro

(variazioni percentuali annue)



Fonte: Confindustria

recupero che hanno mostrato i beni intermedi, influenzati dalla ripresa di inizio anno dei corsi internazionali delle materie prime e soprattutto del petrolio. L'indice Confindustria delle quotazioni delle materie prime in euro, pur continuando a segnalare una dinamica tendenziale negativa, mette in evidenza dall'autunno scorso un profilo crescente del tasso di variazione anno su anno per tutte le componenti.

Gli spunti di ripresa dei costi degli *input* importati, creati essenzialmente dal prezzo del petrolio, non hanno al momento contagiato in misura eccessiva i prezzi dei beni finali. Per quelli destinati al consumo, la decelerazione del tasso di crescita dei listini, che si era fatta più intensa sul finire dello scorso anno, ha però segnalato in gennaio una temporanea inversione di tendenza, attribuibile al consueto adeguamento annuale dei listini di un certo numero di beni durevoli. Già da febbraio si è comunque assistito ad un rientro. Le indicazioni che si ricavano dai dati al netto dei fattori stagionali per i prezzi dei beni destinati alla domanda di consumo suggeriscono, comunque, che probabilmente il rallentamento dell'inflazione nelle fasi a ridosso della distribuzione finale va perdendo intensità. Il loro andamento congiunturale, sulla base di tale indicatore, si è portato da un tasso annualizzato dell'1,2% alla fine del 2001 a uno dell'1,8% nella media dei primi tre mesi dell'anno.

Non ci sono al momento spinte rilevanti sui costi industriali

L'attuale quadro macroeconomico non dovrebbe comunque comportare eccessive ten-



Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT



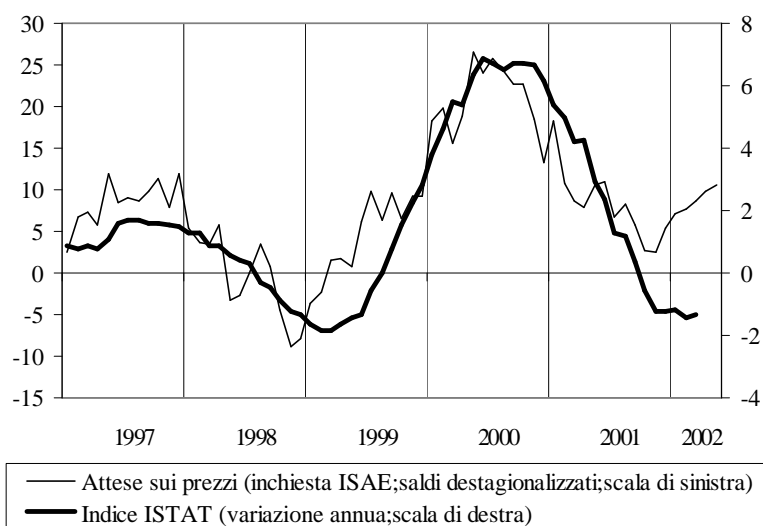
Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

sioni sui prezzi. Il livello di attività non sembra al momento tale da poter generare significative pressioni inflazionistiche e anche se la discesa dei prezzi internazionali degli *input* primari si è conclusa, il sistema industriale non appare sottoposto a forze al rialzo addizionali. Il contributo sfavorevole proveniente dai prezzi degli *input* importati risulta controbilanciato da dinamiche ancora favorevoli delle altre principali componenti dei costi manifatturieri. Nell'ultima parte del 2001 l'industria in senso stretto ha beneficiato di un sostanziale allentamento delle pressioni sui costi, grazie al contributo positivo degli *input* intermedi e alla ulteriore attenuazione del costo del lavoro per unità di prodotto. La caduta congiunturale dei prezzi dell'*output* nel quarto trimestre è risultata inferiore a quella segnata dai costi unitari variabili, suggerendo la possibilità di un miglioramento dei margini lordi del settore. Anche nel primo trimestre di quest'anno, nonostante le spinte provenienti dai rincari degli *input* primari, i costi complessivi non dovrebbero aver segnalato crescite fuori linea, grazie ad una dinamica salariale ancora moderata.

Le imprese segnalano rincari dei listini a partire dall'estate

Le informazioni più recenti che provengono dalle inchieste ISAE presso le imprese industriali sottolineano l'intensificarsi nei mesi estivi della diffusione di aumenti dei listini industriali. Tali indicazioni riguardano al momento in maniera più evidente le imprese operanti nel settore dei beni intermedi, mentre nei settori dei beni finali il quadro prospettico ap-

Attese sui prezzi alla produzione



Fonte: ISAE e ISTAT

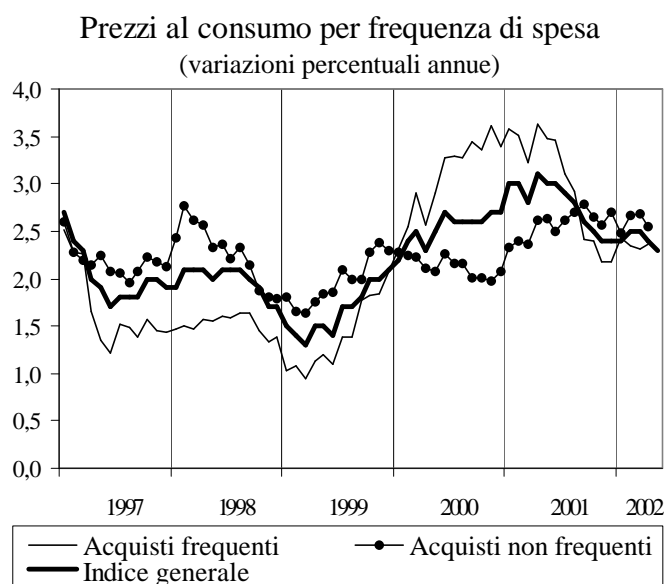
pare ancora relativamente favorevole. In particolare, per i beni destinati al consumo, le attese degli operatori, pur segnalando un lieve aumento della quota di coloro che prospettano rincari nei listini, delineano un'evoluzione dei prezzi nel complesso moderata fino all'estate.

L'accelerazione dei prezzi di inizio 2002 ha riaccessato le aspettative di inflazione

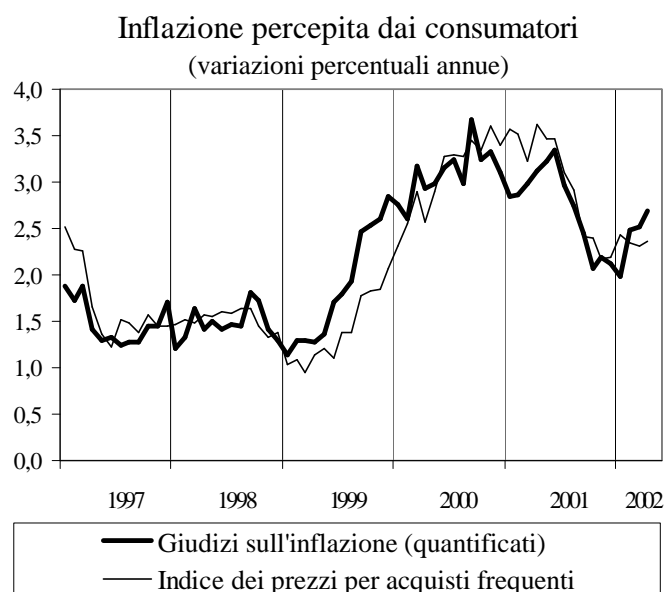
La ripresa dell'inflazione nei primi mesi dell'anno, pur essendo stata modesta in termini quantitativi, ha avuto un forte impatto sulle opinioni e sulle aspettative dei consumatori che, dopo il rapido rallentamento dei prezzi sperimentato nella seconda parte del 2001, hanno visto improvvisamente smentite le attese di un ulteriore calo dell'inflazione.

La percezione che l'inflazione fosse in forte accelerazione è probabilmente legata al particolare andamento dei prezzi dei beni e servizi acquistati più di frequente (la maggior parte degli alimentari e dei servizi pubblici, i carburanti, molti prodotti per la casa, alcuni capi di abbigliamento). Questi ultimi, dopo aver registrato un rallentamento molto superiore alla media a partire da maggio dell'anno scorso, hanno infatti accelerato proprio da gennaio, crescendo di circa due punti percentuali nell'arco di pochi mesi. Ciò, pur non riportando il corrispondente tasso di crescita annuo al di sopra dell'inflazione media, è stato comunque sufficiente ad allarmare le famiglie.

A partire da gennaio, sono così peggiorati sia i giudizi sull'aumento dei prezzi correnti, sia le previsioni sui mesi successivi, con significativi



Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT



Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISAE e ISTAT

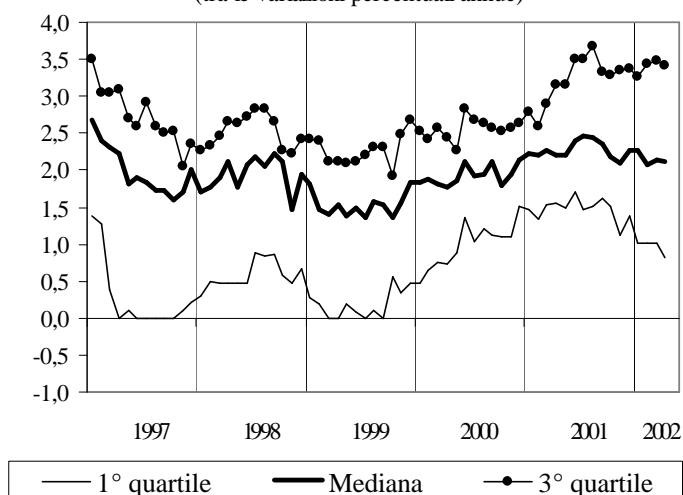
riflessi negativi anche sul clima di fiducia generale delle famiglie.

Aumentano le differenze settoriali tra i prezzi

Il peggioramento delle aspettative dei consumatori giunge in un momento particolarmente critico per il rientro dell'inflazione. Dalla seconda metà dello scorso anno, infatti, un numero crescente di prodotti, non necessariamente legati al solo settore energetico, ha registrato una dinamica dei prezzi molto contenuta, se non negativa. Se si guarda al 25% dei settori con tassi di inflazione più bassi, si nota che essi sono passati da aumenti dell'ordine dell'1,5% a giugno del 2001, fino a rincari inferiori all'1% ad aprile scorso. Esisterebbero dunque ampi spazi per la diffusione di impulsi decelerativi all'interno del sistema dei prezzi. Tali tendenze non si sono tuttavia trasmesse ai comparti con una inflazione più elevata, tanto che il 25% dei prezzi più dinamici continua a crescere al di sopra del 3,5% da almeno un anno a questa parte senza mostrare segni di rallentamento.

Nell'ultimo periodo si è quindi assistito ad un vistoso aumento della dispersione settoriale tra i tassi di crescita dei prezzi, con la conseguenza, peraltro, di rendere più difficile la lettura del dato aggregato e delle tendenze di medio periodo. Una conferma di ciò viene anche dai diversi indicatori di *core inflation*, che forniscono segnali contrastanti sulle prospettive dell'inflazione. In particolare, il tradizionale indice calcolato al netto di energia e alimentari freschi è fermo attorno al 2,7% da almeno 12

Dispersione dei prezzi al consumo
(tra le variazioni percentuali annue)



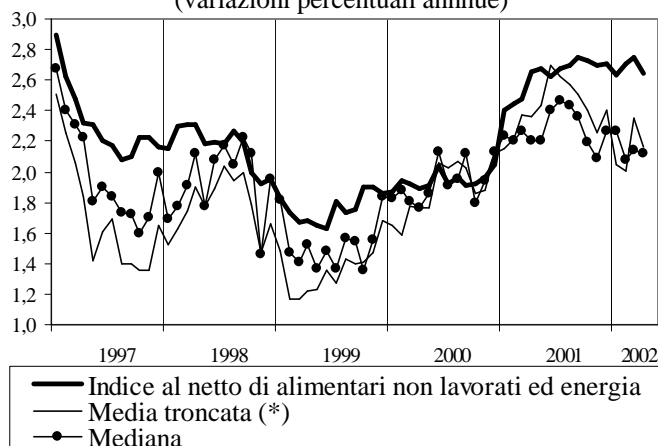
Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

mesi, mentre mostrano un netto ripiegamento l'inflazione mediana e l'indicatore calcolato al netto del 10% dei prodotti con i prezzi più volatili. Accanto ad una tendenza ribassista nella maggior parte dei comparti, coerente con la persistente debolezza della domanda, sembrano dunque sussistere ampie sacche di resistenza al processo di disinflazione che, oltre a sostenere la dinamica generale dei prezzi dei manufatti industriali e dei servizi, finiscono per influenzare negativamente le attese dei consumatori.

Prosegue il riequilibrio dei prezzi indotto dal *changeover*

In generale, la maggiore dispersione dei prezzi non dovrebbe di per sé preludere ad un aumento dell'inflazione complessiva. Il fenomeno sembra infatti riflettere un processo di riequilibrio tra i prezzi che, nel recente passato, avevano registrato aumenti molto al di sopra o molto al di sotto della media. Tale processo è stato favorito dalla revisione "forzata" di tutti i listini resa necessaria dal *changeover*. Da un lato, si assiste infatti ad un rapido recupero dei prezzi che nel corso del 2001 erano cresciuti poco, o erano addirittura diminuiti, come quelli dei combustibili, dei prodotti informatici, degli elettrodomestici "bruni" (radio, hifi, ecc.), delle autovetture, dei libri, degli affitti, delle lavanderie e sartorie, della telefonia e dei grassi alimentari. Dall'altro, si registra un rallentamento o una flessione dei prezzi in alcuni comparti che nei mesi scorsi avevano subito i rincari maggiori, come i divertimenti, il gas, le

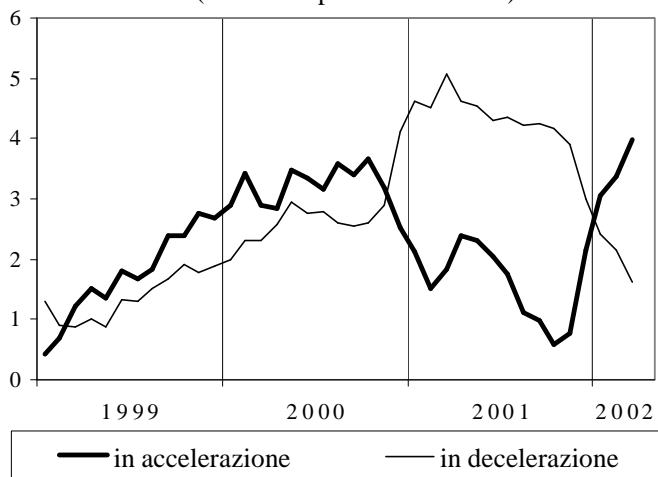
Indicatori di core inflation
(variazioni percentuali annue)



(*) Calcolata escludendo ogni mese il 10% dei prodotti con tassi di variazione su 12 mesi più volatili

Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

Prezzi al consumo più variabili (*)
(variazioni percentuali annue)



(*) Selezionati in base alle variazioni del tasso di crescita annua registrato da dicembre 2001 ad aprile 2002. Ciascun gruppo rappresenta circa il 25% del paniere.

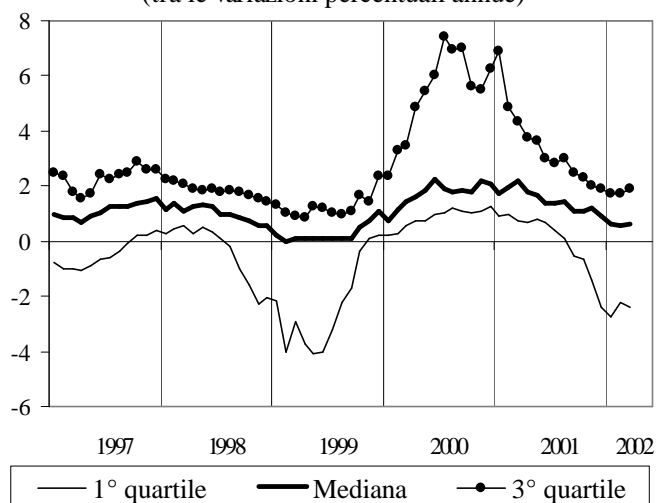
Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

carni e le riparazioni. Sono invece pochi i settori in cui i rincari accumulati durante i mesi scorsi tendono a consolidarsi, come frutta e verdura (anche per il particolare trattamento statistico dei rispettivi prezzi), servizi medici, trasporti, ristorazione, pacchetti vacanza, giornali e riviste.

Reazioni asimmetriche dei prezzi industriali alle variazioni delle quotazioni del petrolio

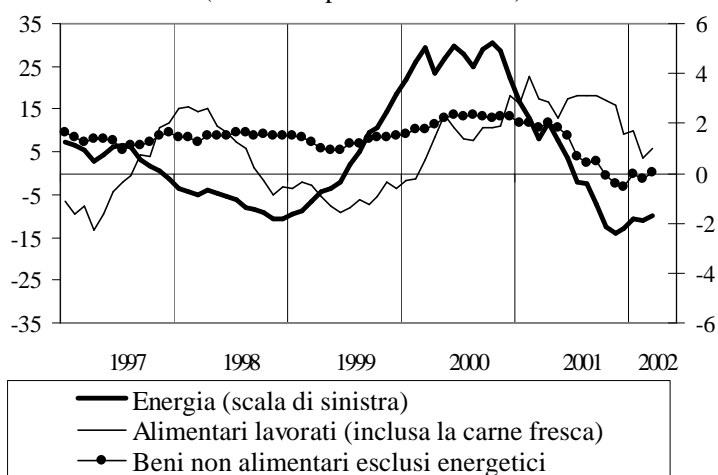
A differenza del passato, la crescente differenziazione tra i prezzi finali rispecchia anche un aumento della dispersione tra quelli alla produzione. Nel corso del 2001, infatti, il calo dei prodotti energetici sembra essersi trasmesso solo in parte agli altri comparti industriali, determinando un rallentamento dei prezzi probabilmente inferiore a quello potenziale. La resistenza opposta da alcuni settori si è tradotta in un aumento della dispersione tra i tassi di crescita dei prezzi settoriali, con una forbice tra i comparti a bassa e ad alta inflazione che dalla metà del 2001 ad oggi si è progressivamente allargata. In particolare, lo scorso giugno i prezzi alla produzione crescevano meno dello 0,7% su base annua in un quarto dei casi, mentre nei primi mesi di quest'anno la stessa percentuale di prodotti accusava ribassi superiori al 2,5%, con una flessione di circa 3,5 punti percentuali. Nello stesso periodo, la crescita minima dei prezzi registrata dal 25% dei prodotti a più alta inflazione segnava invece un rallentamento di appena 13 decimi di punto: dal 3% all'1,7% di gennaio.

Dispersione dei prezzi alla produzione
(tra le variazioni percentuali annue)



Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

Prezzi alla produzione: beni di consumo (*)
(variazioni percentuali annue)



(*) Calcolati per i soli beni confrontabili

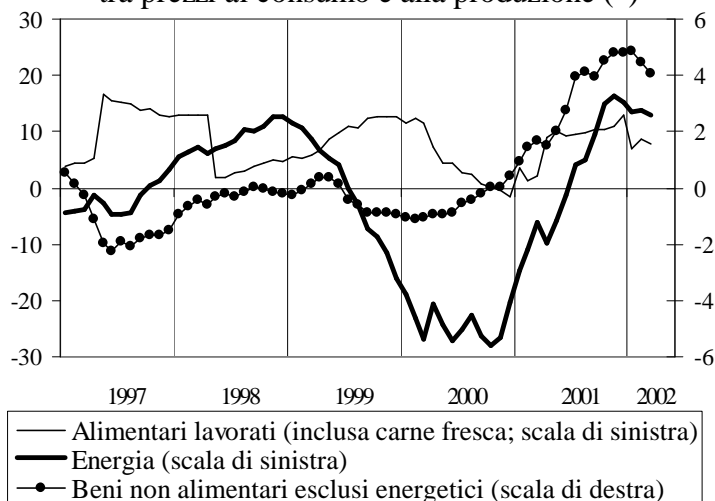
Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT.

Peraltro, contrariamente a quanto osservato nella fase di discesa delle quotazioni petrolifere, la recente ripresa dei corsi è stata trasferita quasi istantaneamente sugli altri prodotti, determinando una lieve accelerazione dei prezzi sia tra i beni ad alta inflazione, sia tra quelli con una dinamica inferiore alla media. Una simile reazione asimmetrica rispetto all'andamento dei prezzi delle materie prime si è già verificata più volte in passato ed è indicativa della scarsa concorrenzialità che caratterizza alcuni mercati. In questo momento, tale fattore rischia di peggiorare la competitività dei prodotti italiani in una fase particolarmente critica per la ripresa economica.

L'allargamento dei margini lordi amplifica le spinte sui listini industriali

I prezzi dei prodotti industriali nazionali immessi nel circuito della distribuzione commerciale al minuto continuano a mantenere una dinamica nel complesso molto modesta, addirittura cedente per gli energetici su base annuale. Anche nel comparto alimentare sono rapidamente rientrati gli aumenti, concentrati soprattutto sul mercato delle carni, che avevano caratterizzato la seconda parte del 2000 e tutto il 2001, mentre i recenti rincari nell'ortofrutta non sembrano essersi scaricati sull'industria alimentare. Negli ultimi mesi, tuttavia, sia i prezzi degli energetici sia quelli dei manufatti industriali hanno iniziato a recuperare rispetto ai minimi toccati alla fine dello scorso anno.

Differenziale di inflazione tra prezzi al consumo e alla produzione (*)



(*) Calcolato per i soli beni confrontabili. Un differenziale positivo indica che i prezzi al consumo crescono più di quelli dei corrispondenti prodotti delle imprese nazionali

Fonte: elaborazioni ISAE su dati ISTAT

Significative spinte al rialzo sui prezzi finali continuano invece a provenire dai margini lordi di trasporto e commercializzazione. In una prima fase, l'allargamento dei margini ha semplicemente compensato la compressione subita nel corso del 2000 e di parte del 2001, soprattutto nel comparto alimentare, in quello dei derivati del petrolio e nei settori a più alta intensità energetica. Negli ultimi mesi, tuttavia, il differenziale tra la crescita dei prezzi finali e quella dei corrispondenti *input* industriali si è mantenuto costantemente positivo, apportando un contributo autonomo e rilevante alla ripresa dell'inflazione. Per i soli prodotti di origine industriale, nella media dei primi tre mesi dell'anno la dinamica dei margini ha determinato un aumento dei prezzi finali stimato nell'ordine del 2% rispetto allo stesso periodo dell'anno precedente. Tale crescita ha pesato per circa un punto e mezzo sul tasso di inflazione complessivo.

Questa nota è stata redatta da Enrico D'Elia e Daniela Rossi, con il coordinamento di Sergio de Nardis, e tiene conto delle informazioni disponibili a tutto il 27 maggio 2002.