

Economia e pandemia: tra cadute e rimbalzi a che punto siamo?

Categories : [Contrappunti](#)

Tagged as : [Menabò n. 156/2021](#), [Roberto Tamborini](#)

Date : 14 Settembre 2021

La parte del mondo che si avvia verso il superamento della pandemia Covid-19 (o almeno della sua fase acuta) guarda alla propria economia convalescente con due sentimenti contrapposti: euforia per la ripresa della crescita, preoccupazione per la ripresa anche dell'inflazione. Il nostro paese non fa eccezione, sebbene l'inflazione non susciti altrettanta apprensione quanto negli Stati Uniti o in altri paesi europei. Sono giustificati questi sentimenti? Quanto possiamo essere ottimisti sul fronte della crescita, e quanto dobbiamo preoccuparci per l'inflazione?

Il dibattito tra studiosi, osservatori, autorità politiche è aperto e variegato. Se in generale fare previsioni economiche è sempre difficile, e spesso fallace, la situazione attuale presenta molti elementi d'incertezza fuori dal comune anche su un orizzonte temporale relativamente breve. Innanzitutto per quel che riguarda l'evoluzione della pandemia stessa: il ritmo di avanzamento delle vaccinazioni (anche nei paesi più poveri), l'efficacia dei vaccini nel tempo e rispetto alle varianti, l'eventualità di reintrodurre restrizioni, la persistenza di comportamenti precauzionali nelle scelte di consumo e risparmio. A seguire, sono ancora da individuare e comprendere a fondo le conseguenze dei provvedimenti anti-pandemici sulle strutture produttive, le catene del valore, la logistica, i mercati settoriali del lavoro.

Bastano questi pochi elementi per comprendere come sia difficile, per ora, prevedere quanto forte e duratura sarà la ripresa economica, e in che misura l'attuale fiammata di alcune voci di costo e dei prezzi finali in alcuni settori rimarrà un fenomeno temporaneo o si tradurrà in un'accelerazione sostenuta del tasso d'inflazione.

Al di là di questi aspetti, certamente cruciali, ce n'è uno, apparentemente tecnico, che merita un po' di attenzione, soprattutto a beneficio di chi tecnico non è. Gli esperti interpellati dai *media* sottolineano che sia nel caso della crescita del PIL che dell'inflazione si tratta di "rimbalzi", un giusto invito alla cautela. Veniamo da un anno e mezzo in cui l'economia era sprofondata in una voragine mai vista prima, e il primo rimbalzo di una palla lasciata cadere a terra è il più alto, mentre quelli seguenti sono sempre più bassi, fino ad annullarsi del tutto. Si tratta del cosiddetto *base effect*, ossia l'effetto del punto di partenza (cfr. Budianto et al., 2021, [BIS Bulletin, n. 43](#)).

Questo effetto è insito nella misura che normalmente utilizziamo per quantificare l'aumento del PIL o dei prezzi: il *tasso percentuale*, generalmente calcolato in un trimestre o in un anno. Se si parte da un livello molto basso (il denominatore del tasso) un aumento anche modesto (il numeratore) risulterà in un tasso di crescita elevato. Quindi è bene che l'euforia italiana per l'eccezionale 17% di crescita annuale del PIL nel secondo trimestre 2021, o l'apprensione tedesca per il 5% d'inflazione, siano accompagnati dalla precisazione "ma si tratta di un rimbalzo".

Però un modo di liberarsi del *base effect* c'è, ed è semplice: basta osservare il *livello* del PIL o dell'indice dei prezzi nell'arco di un periodo sufficientemente lungo in modo da capire quanto effettivamente sia alto il rimbalzo, a che livello ci porta rispetto al passato, e, con qualche (cauta) estrapolazione, poter guardare anche al futuro. Giova ricordare che esistono anche ragioni di principio per prestare attenzione ai livelli di PIL e prezzi, una delle quali è che il benessere economico delle persone dipende dal valore del loro reddito e dal suo potere d'acquisto. A tal proposito, esiste una longeva linea di pensiero monetario

secondo cui una banca centrale dovrebbe avere come obiettivo i livelli e non i tassi di variazione di queste grandezze (o, sinteticamente, il livello del PIL nominale).

Cominciamo con l'Indice armonizzato dei prezzi al consumo (IAPC) elaborato da Eurostat per l'intera Zona Euro (ZE), e utilizzato dalla Banca centrale europea (BCE) come indicatore per il suo obiettivo ufficiale della stabilità dei prezzi. Come noto, tale obiettivo è stato declinato dalla BCE in termini di tasso d'inflazione annuale "vicino, ma inferiore, al 2%". L'andamento dell'inflazione della ZE è suddivisibile in tre fasi: antecedente alla crisi mondiale (2000-08) con media annuale del 2,3%, durante la crisi e successiva stagnazione (2009-15) con media annuale del 1,3%, la ripresa (modesta) prima della pandemia (2016-19) con media annuale del 1,2%. Nel 2020 l'inflazione è ulteriormente caduta fino a 0,3%, mentre nel 2021 l'ultimo dato rilevato (agosto) registra un aumento dell'indice del 3,2% sullo stesso mese dell'anno precedente.

Questi dati dicono che da tredici anni l'indice dei prezzi della ZE cresce ad un tasso inferiore rispetto all'obiettivo che si è dato la BCE, nonostante, occorre aggiungere, una politica costantemente espansiva. Di conseguenza l'indice dei prezzi si trova oggi ad un livello molto più basso di quello che avrebbe raggiunto rispettando il trend annuale del 2%, precisamente 10 punti in meno. L'impennata dell'inflazione del 2021 è, per ora, un rimbalzo molto piccolo rispetto al *gap* accumulato. La figura 1 illustra il periodo successivo al 2008.

Figura 1. Confronto tra IAPC effettivo e secondo il trend annuale del 2% nella Zona Euro, 2008-21 (osservazioni mensili, 2015 =100)

Questa chiave di lettura non giustifica, di per sé, la conclusione che le preoccupazioni per l'inflazione post-Covid siano infondate, per esempio perché essa potrebbe accelerare e andare fuori controllo, ma evidenzia come neanche il semplice tasso d'inflazione, di per sé, sia sufficiente per dire se l'attuale aumento dell'inflazione sia "troppo" solo perché al di sopra dell'obiettivo del 2%.

Non è il caso di addentrarsi nella discussione di quali siano i fondamenti di questo numero (peraltro simile per la gran parte delle banche centrali), ma se fino ad oggi lo si è ritenuto corretto al fine di garantire la stabilità economica dei paesi della ZE e il benessere dei loro cittadini, coerenza vuole che il livello corretto dell'indice dei prezzi oggi dovrebbe essere 118 e non 108,2. Promettere di mantenere l'inflazione intorno al 2% comporta anche la promessa di quale sarà il *livello dei prezzi* nel futuro. Quando i contratti che regolano i rapporti economici di medio-lungo termine (come ad esempio quelli di debito-credito) non sono perfettamente indicizzati, come avviene nella gran parte dei casi, è difficile sostenere che una tale differenza nel livello dei prezzi sia irrilevante quanto al valore reale dei contratti stessi rispetto alle attese quando sono stati stipulati. È chiaro che qualcuno guadagna e qualcuno perde.

Per colmare, almeno in parte, questa distorsione, sarebbe *necessario* un periodo con inflazione maggiore del 2% (se lo IACP continuasse a crescere al ritmo di quest'anno occorrerebbero circa 4 anni per raggiungere il livello sul trend). Questa idea si ritrova nel nuovo indirizzo di politica monetaria della banca centrale degli Stati Uniti, dove l'obiettivo d'inflazione del 2% viene ridefinito come *media* calcolata nell'arco temporale del tipico ciclo economico. L'annunciata revisione della propria strategia da parte della BCE si muove in una direzione che ammette deviazioni temporanee dell'inflazione al di sopra del 2% (cfr. "[The ECB's monetary policy strategy statement](#)").

Una breve osservazione riguardo all'Italia. Come dicevo all'inizio, qui non si registra particolare attenzione riguardo all'inflazione – perché storicamente non c'è mai stata attenzione, si dirà. Però in questo momento i dati giustificano questo nostro *benign neglect*.

Figura 2. IAPC dell'Italia e della ZE (osservazioni trimestrali, 2015 = 100)

Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

Innanzitutto, l'inflazione nel corso del 2021 si è fermata a 1,3%, una delle cifre più basse della ZE. Inoltre, come si vede dalla figura 2, l'indice italiano fino al 2016 ha seguito abbastanza da vicino quello della ZE, ma da allora si è appiattito in maniera sensibile, cumulando un *gap*, alla vigilia della pandemia, di circa 3 punti, rimasto poi sostanzialmente invariato. L'indice italiano si trova ancor più lontano dall'ipotetico (ideale?) livello dato dal trend del 2% che dovrebbe essere comune a tutti i paesi della ZE.

Passiamo ora all'andamento del PIL. Mi concentrerò solo sul nostro paese, per il quale ho parlato di euforia per il dato sicuramente molto positivo del primo semestre dell'anno, che, realisticamente, si proietterà sull'intero anno. Come per l'inflazione, mettiamo il rimbalzo in corso nella prospettiva di più lungo termine del livello del PIL. I dati essenziali sono riprodotti nella figura 3, la quale mette a confronto il livello del PIL trimestrale a prezzi costanti (2010 = 100) dell'Italia e della ZE dal 2016 al giugno 2021. Per entrambe, è tracciato anche il trend lineare del PIL nell'ipotesi di un tasso di crescita costante pari a quello medio del periodo 2016-19 (che, ricordo, è quello successivo alla stagnazione europea fino allo scoppio della pandemia), ossia 1,8% per la ZE e 0,8% per l'Italia.

Figura 3. Livello del PIL trimestrale a prezzi costanti (2010 = 100), e trend lineare in base al tasso di crescita medio del periodo 2016-19, Italia e ZE 2016Q1-2021Q2.

Fonte: Elaborazioni su dati Eurostat

Per cominciare questi dati ci ricordano un'amara verità. Fatto 100 il livello del PIL reale nel 2010, alla vigilia della pandemia quello italiano era inferiore di 12 punti rispetto a quello della ZE. La dinamica successiva è stata quasi sovrapponibile, mantenendo però il *gap* sostanzialmente invariato. Il rimbalzo del

2021 è certamente notevole (secondo solo a quello della Spagna), ma ancora piccolo rispetto a diversi possibili obiettivi da raggiungere. Alcuni sono quantificati nella tabella 1, a confronto con la ZE nel suo insieme e con gli altri principali paesi.

Per gli obiettivi ipotizzati (colonne 3 e 4), il PIL italiano, insieme a quello spagnolo, *dopo il rimbalzo* è quello che ha più strada da fare. Per esempio (colonna 3), per raggiungere il livello sul trend dato dalla (misera) crescita pre-Covid mancano 9 punti (5,7 per la ZE). Il che significa che se il nostro PIL continuasse a crescere come nell'ottimo secondo trimestre del 2021 (colonna 2) incrocerebbe la linea del trend in un anno, cioè nel secondo trimestre del 2022. In quel momento raggiungeremmo lo stesso livello di PIL che avremmo avuto senza la caduta della pandemia.

Tabella 1. Indicatori di confronto del livello del PIL trimestrale a prezzi costanti (2010=100)

Tasso di crescita
21Q2-20Q2