

4 Novembre 2011

# L'INFLAZIONE: UNA PILLOLA AMARA PER TUTTI MA NECESSARIA

Area Pianificazione Strategica, Research & IR

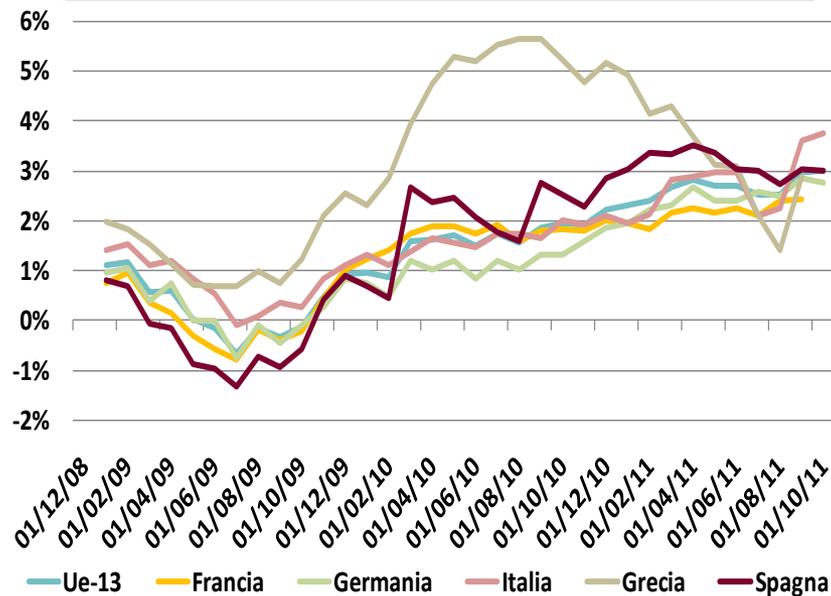


- Con una mossa inaspettata, nella prima riunione da presidente di Mario Draghi, **la Bce taglia tassi di 25 punti base portandoli all'1,25%**, con decisione **unanime** del consiglio direttivo. La crescita economica in area Euro risulta soggetta ad **incertezza particolarmente elevata e a downside risks, intensificati e già presenti**, che costringeranno ad una **significativa revisione al ribasso delle nuove stime di crescita per il 2012**. In un tale contesto le tensioni sui prezzi dovrebbero mitigarsi, con un'inflazione che sebbene si manterrà sopra al target Bce nei prossimi mesi, **tenderà a tornare al di sotto o prossima al 2% il prossimo anno**. Per tali ragioni la decisione sui tassi risulta pienamente coerente con il mandato della Bce sulla stabilità dei prezzi, con l'Autorità che ribadisce come un'inflazione ancorata sia un prerequisito necessario affinché la politica monetaria riesca a supportare la crescita economica. Draghi conferma che **le misure non convenzionali continueranno come previsto**, e riferendosi al **Securities Market Programme ne ribadisce la sua natura transitoria**, l'ammontare **limitato** e la **finalità** volta a ristabilire il corretto funzionamento dell'impulso monetario.
- L'intervento dell'Autorità lascia così intendere che pur in presenza di elevata inflazione, **la Bce può tagliare ulteriormente il costo del denaro**. Probabile che la prossima riduzione del tasso di riferimento **giunga nel 2012 quando sarà evidente anche il rallentamento economico per paesi quali la Germania e la Francia**.
- Tra le priorità emerse in conferenza stampa, Draghi sottolinea come per ridurre le tensioni sui titoli di Stato "la risposta debba arrivare **dai governi nazionali** in termini di consolidamento dei conti pubblici e di riforme per favorire la crescita economica e la creazione di posti di lavoro" e che "affidarsi agli aiuti esterni" non sia corretto. Riferendosi al Summit G-20 in svolgimento a Cannes, il presidente dell'Eurotower ha dichiarato poi di auspicarsi un **importante contributo dalla Cina** nella risoluzione della crisi del debito ed ha salutato con favore l'intesa raggiunta sull'innalzamento del core Tier1 dei principali istituti europei al 9%.
- In attesa della riunione della la BoE della prossima settimana, **la BoJ mantiene invariato il costo del denaro allo 0-0,1% ed incrementa il proprio programma di acquisto di buoni del Tesoro giapponesi di 5000Mld di Yen**.

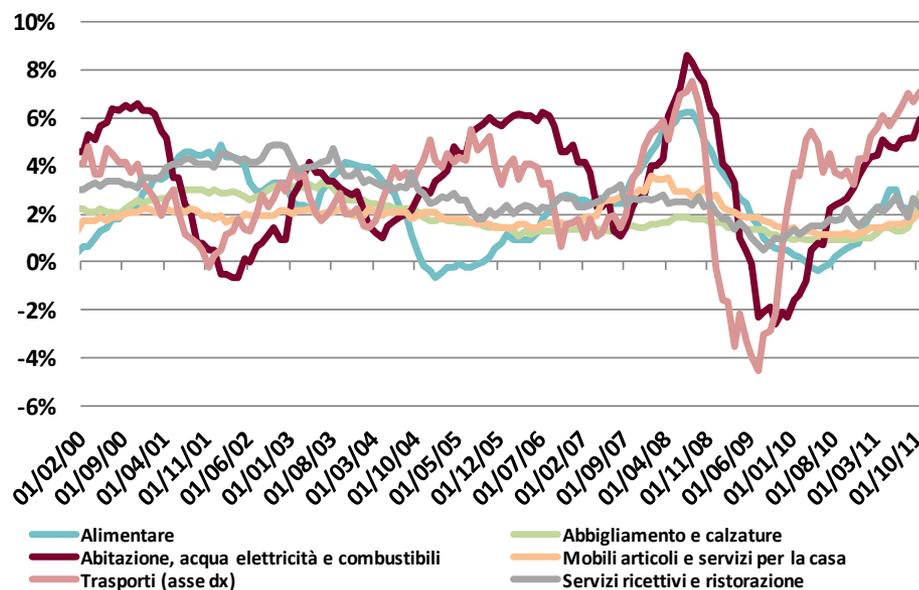
# L'inflazione accelera ....



L'IPCA nei paesi europei



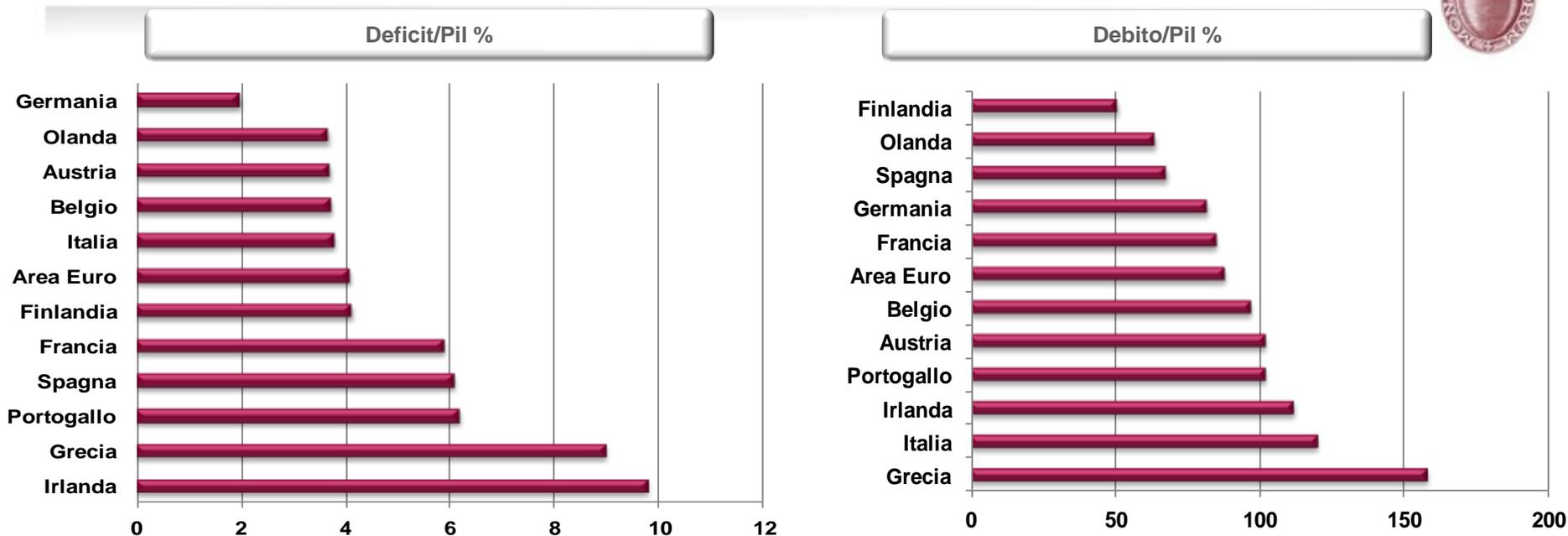
Le sottocomponenti dell'inflazione italiana



Fonte: Eurostat, Istat

➤ L'inflazione in area Euro non rallenta e **rischia di rimanere al di sopra del target Bce del 2% almeno fino ad agosto del 2012**. Malgrado il lieve rallentamento in Germania dove l'indice IPCA di ottobre, secondo le stime preliminari, è cresciuto del 2,8% a/a, dal 2,9% di settembre, **i dati spagnoli** (3% in ottobre invariata da settembre) ma **soprattutto quelli italiani** mostrano ancora **sensibili tensioni sui prezzi**. In Italia il dato di ottobre (sempre preliminare) registra una brusca accelerazione: al 3,8% dal 3,6% di settembre l'Ipca, 3,4% dal 3% di settembre il Nic. Dall'analisi delle sottocomponenti emerge che ad ottobre il dato **risente ancora degli incrementi dell'Iva introdotti a settembre ma scaricati sui prezzi solo parzialmente**. Ottobre incamera infatti l'incremento dei prezzi delle **sigarette** deciso il 19 settembre scorso (+4,5% m/m la sottocomponente tabacchi), l'aumento delle tariffe energetiche in particolare del **gas** in crescita del 5,5% congiunturale nel trimestre in corso (+2,1% m/m la sottocomponente relativa ai prodotti energetici regolamentati) e l'adeguamento dei listini del **comparto abbigliamento** (+1,2% m/m). Andando ad analizzare le tendenze delle sottocomponenti che hanno un peso maggiore all'interno dell'indice emerge come sono **ancora i trasporti e l'abitazione** le due voci che maggiormente incidono sulla dinamica inflattiva con tendenziali superiori al 7% ed al 6% rispettivamente.

## ... ma la Bce taglia i tassi a causa del debito e...



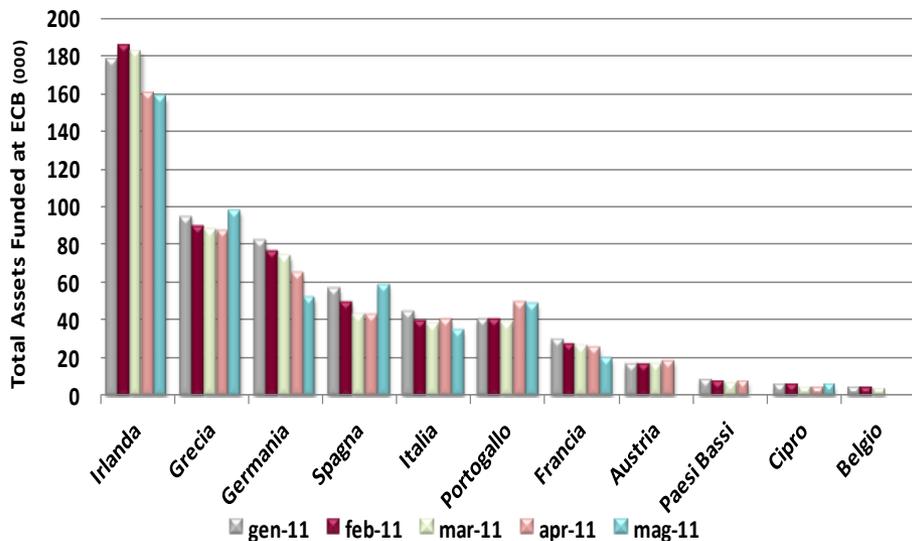
Fonte: The Economist

➤ Causa l'aumento delle tariffe, l'adeguamento dei listini in particolare nel comparto abbigliamento, e, nel caso italiano, l'incremento dell'Iva, il tasso di inflazione di ottobre della zona Euro, secondo la stima preliminare di Eurostat, è rimasto invariato al 3%, deludendo le attese di mercato che si attendevano una lieve flessione (+2,9%). Malgrado i recenti e forti rialzi dell'inflazione, la crisi del debito e le tensioni sul mercato interbancario Europeo hanno spinto la Bce a tagliare il costo del denaro ed essere **più tollerante nei confronti delle spinte inflattive. Poche infatti le armi in mano alla Bce per contrastare la crescita dei prezzi al consumo**, soprattutto in presenza di un **sensibile rallentamento economico** e di una **critica situazione debitoria di alcuni paesi dell'area Euro**. Preoccupano in particolare oltre alla Grecia, il cui default pilotato è ormai scontato, anche il Portogallo (il cui rating è sull'ultimo livello dell'investment grade) che ha un debito pubblico superiore al 100% del Pil e con un deficit oltre al 6%. **In presenza di un elevato debito pubblico** è infatti necessario scongiurare lo spettro deflazione e **l'inflazione rappresenta un'arma per ridurre i rendimenti reali** e consentire un sostenibile aggiustamento dei conti pubblici, soprattutto in contesti di bassa crescita o addirittura crescita negativa ( -7,34% a/a e -1,01% il Pil della Grecia e del Portogallo rispettivamente nel secondo trimestre del 2011).

# ... delle tensioni sul monetario



### Funding delle banche per paese



### OIS EURIBOR 3M



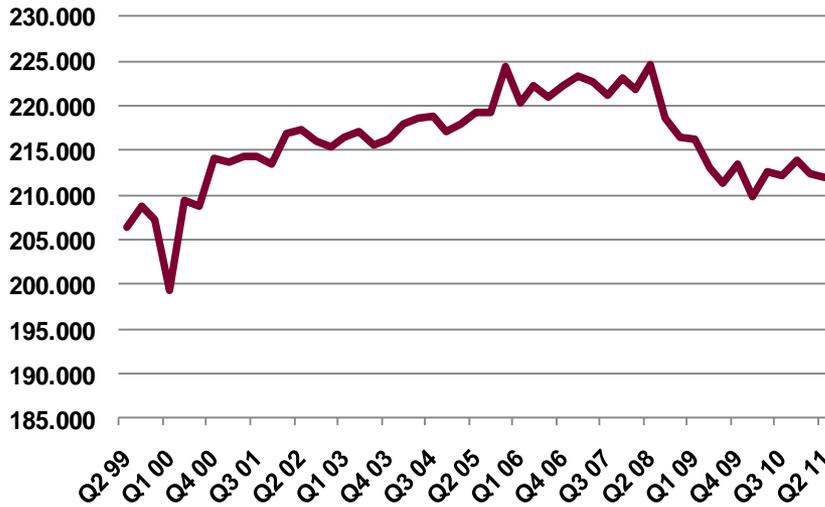
Fonte: Bloomberg, Morgan Stanley

➤ Oltre al vincolo derivante dall'aggiustamento dei conti pubblici, c'è un altro motivo per cui la Bce non può permettersi di combattere l'inflazione: **l'intensificarsi delle tensioni sul monetario**. Malgrado le iniezioni di liquidità intraprese dalla Bce che, con le operazioni di mercato aperto, ha iniettato quasi 600 Mld €, c'è ancora una forte crisi di fiducia che impedisce agli istituti di credito di scambiarsi flussi sul monetario. Molte banche europee sono restie a prestare denaro ad altri istituti e preferiscono depositare presso la BCE: **i depositi presso l'istituto centrale sono infatti saliti a 229 Mld €, il massimo da oltre un anno. Dopo l'Irlanda e la Grecia è la Germania il paese il cui sistema finanziario ha fatto maggior ricorso alle aste Bce in termini di ammontari finanziati nei primi 5 mesi 2011.** L'introduzione di una **nuova asta di rifinanziamento a 12 mesi ha avuto già i suoi primi effetti sui tassi di interesse monetari**, ma evidentemente il calo dei tassi è stato giudicato troppo lento e graduale. Qualora nei prossimi mesi i segnali di rallentamento del ciclo si intensificassero e la crisi del debito sovrano stentasse a trovare una soluzione è molto probabile che, **pur in presenza di elevata inflazione, la Bce possa tagliare ulteriormente il costo del denaro.** Probabile che la prossima riduzione del tasso di riferimento giunga nel 2012 quando sarà evidente anche il rallentamento economico per paesi quali la Germania e la Francia.

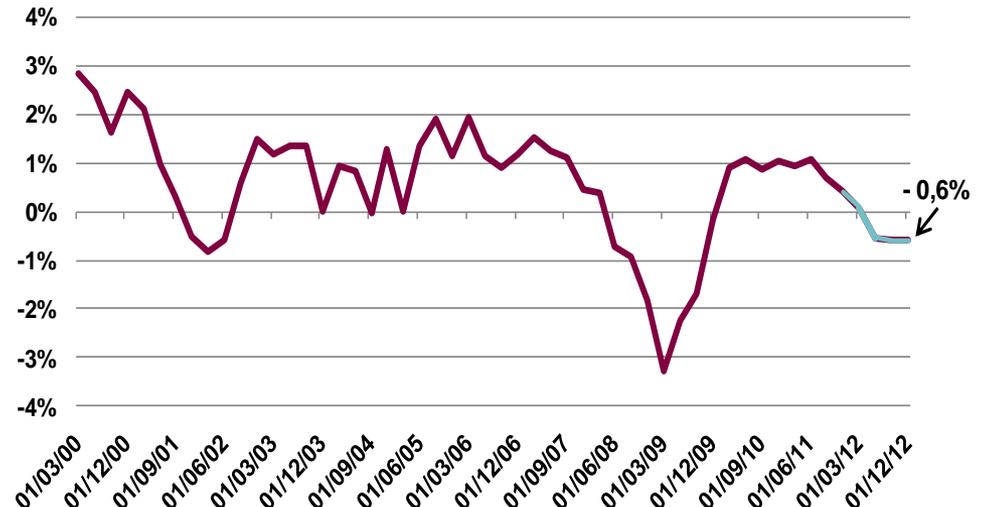
# L'inflazione ed il potere di acquisto delle famiglie



## Potere d'acquisto delle famiglie



## Consumi delle famiglie italiane



Fonte: Nostre elaborazioni su dati Istat

- Se da un lato quindi **l'inflazione è auspicabile per non cadere nella spirale deflattiva**, dall'altro l'accelerazione dell'indice dei prezzi al consumo comporta una **riduzione del potere di acquisto delle famiglie**.
- In Italia, ad esempio, dopo il forte calo del potere di acquisto delle famiglie registrato nel biennio 2008-2009, il dato è tornato a contrarsi su base tendenziale (-0,3% nel 2° trim. 2011) e la recente accelerazione dei prezzi al consumo (3,8% a/a l'IPCA di ottobre) continuerà a pesare sulla spesa personale. Questo va ad aggiungersi ad una **manovra fiscale restrittiva** che, secondo la revisione al documento di finanza pubblica, da un lato innalzerà **la pressione fiscale** (che potrebbe salire al 45,9%, dal 43,5 attuale e dal 40,8% del 2000) e dall'altro dovrebbe **ridurre la spesa pubblica** (la spesa per investimenti nel triennio 2011-2013 dovrebbe contrarsi del 25% rispetto al 2010) con un effetto restrittivo sull'economia.
- In questo contesto e alla luce del recente rialzo della disoccupazione, **i consumi delle famiglie dovrebbero continuare a rallentare per i prossimi 2/3 trimestri** per poi registrare un recupero nella prima parte del 2013.

# Contatti

---

## Responsabile Area Pianificazione Strategica, Research & Investor Relations

Alessandro Santoni, PhD

Email: [alessandro.santoni@banca.mps.it](mailto:alessandro.santoni@banca.mps.it)

Tel:+39 0577-296477

## Autori Pubblicazione

Lucia Lorenzoni

Email: [lucia.lorenzoni@banca.mps.it](mailto:lucia.lorenzoni@banca.mps.it)

Tel:+39 0577-293753

Nicola Zambli

[nicola.zambli@banca.mps.it](mailto:nicola.zambli@banca.mps.it)

+39 0577-298593

Si ringraziano Annachiara Di Loreto per la preziosa collaborazione alla stesura del report

## Disclaimer

This analysis has been prepared solely for information purposes. This document does not constitute an offer or invitation for the sale or purchase of securities or any assets, business or undertaking described herein and shall not form the basis of any contract. The information set out above should not be relied upon for any purpose. Banca Monte dei Paschi has not independently verified any of the information and does not make any representation or warranty, express or implied, as to the accuracy or completeness of the information contained herein and it (including any of its respective directors, partners, employees or advisers or any other person) shall not have, to the extent permitted by law, any liability for the information contained herein or any omissions therefrom or for any reliance that any party may seek to place upon such information. Banca Monte dei Paschi undertakes no obligation to provide the recipient with access to any additional information or to update or correct the information. This information may not be excerpted from, summarized, distributed, reproduced or used without the consent of Banca Monte dei Paschi. Neither the receipt of this information by any person, nor any information contained herein constitutes, or shall be relied upon as constituting, the giving of investment advice by Banca Monte dei Paschi to any such person. Under no circumstances should Banca Monte dei Paschi and their shareholders and subsidiaries or any of their employees be directly contacted in connection with this information