Un altro spread: competitività e inflazione

Antonino Iero - 22/10/2018 [papers]

Abstract

Participation in a currency area makes the internal inflation differential among the member countries decisive for the competitiveness of the respective production systems. The history of Italy teaches us that the recovery of this gap requires deflationary policies that, in the absence of a targeted public intervention in terms of investment and innovation, accentuate the weakness of economic growth.

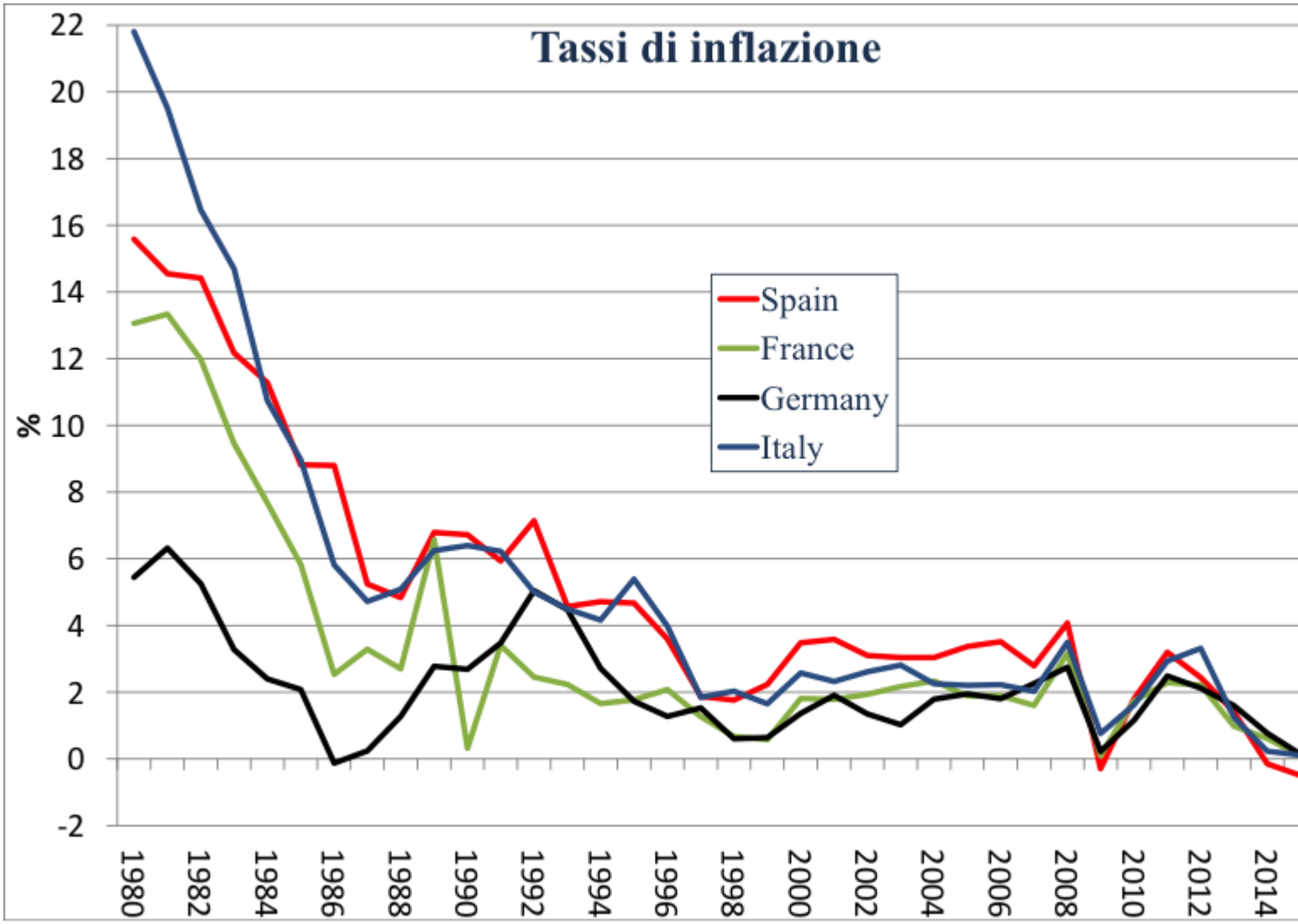
C'è un altro spread che dovrebbe preoccuparci oltre a quello sui rendimenti dei debito pubblico: il gap di competitività tra l'Italia e gli altri paesi europei. La necessità di investimenti pubblici e politiche industriali non è più rinviabile.

In Italia, il termine "*spread*" è ormai entrato nell'uso comune con il significato di differenziale tra il rendimento dei titoli di Stato italiani e quelli tedeschi (tipicamente lo scarto tra gli interessi corrisposti da un BTP decennale e il suo omologo Bund).

Tuttavia, ai fini degli equilibri economici tra vari Paesi, vi è un altro differenziale che va monitorato con attenzione, soprattutto laddove diverse nazioni abbiano stipulato accordi per vincolare le oscillazioni dei tassi di cambio delle loro monete o, a maggior ragione, abbiano soppresso del tutto il rischio di cambio attraverso la creazione di un'area valutaria comune. Questo è il differenziale tra i tassi di inflazione interni ai singoli Paesi.

Infatti, affinché l'accordo di cambio possa reggere nel tempo, è necessario (anche se non sufficiente) che i tassi di inflazione dei diversi Paesi coinvolti siano tra loro molto vicini. Il Paese che manifestasse una dinamica inflazionistica significativamente e continuativamente superiore a quella degli altri si ritroverebbe ad accumulare un *gap* competitivo in termini di prezzi della propria produzione che, superata una certa soglia, ne penalizzerebbe il commercio estero (minori esportazioni e maggiori importazioni). Il riequilibrio, in genere, avviene attraverso la svalutazione della moneta del Paese afflitto da maggiore inflazione, con la conseguente rottura dell'accordo di cambio. Nel caso dell'adozione di una moneta comune, il riequilibrio richiede che la nazione con più intensa crescita dei prezzi attui una forte riduzione del tasso di inflazione interna per un periodo di tempo sufficientemente lungo da permettere di "riagganciare" la dinamica cumulata degli indici dei prezzi dei Paesi più "virtuosi". L'alternativa in tale ambito, la rottura dell'accordo di cambio (ossia il ripudio della moneta in comune da parte dello Stato membro in difficoltà), risulta di complessa realizzazione e si associa ad una rilevante incertezza circa i possibili esiti[1].

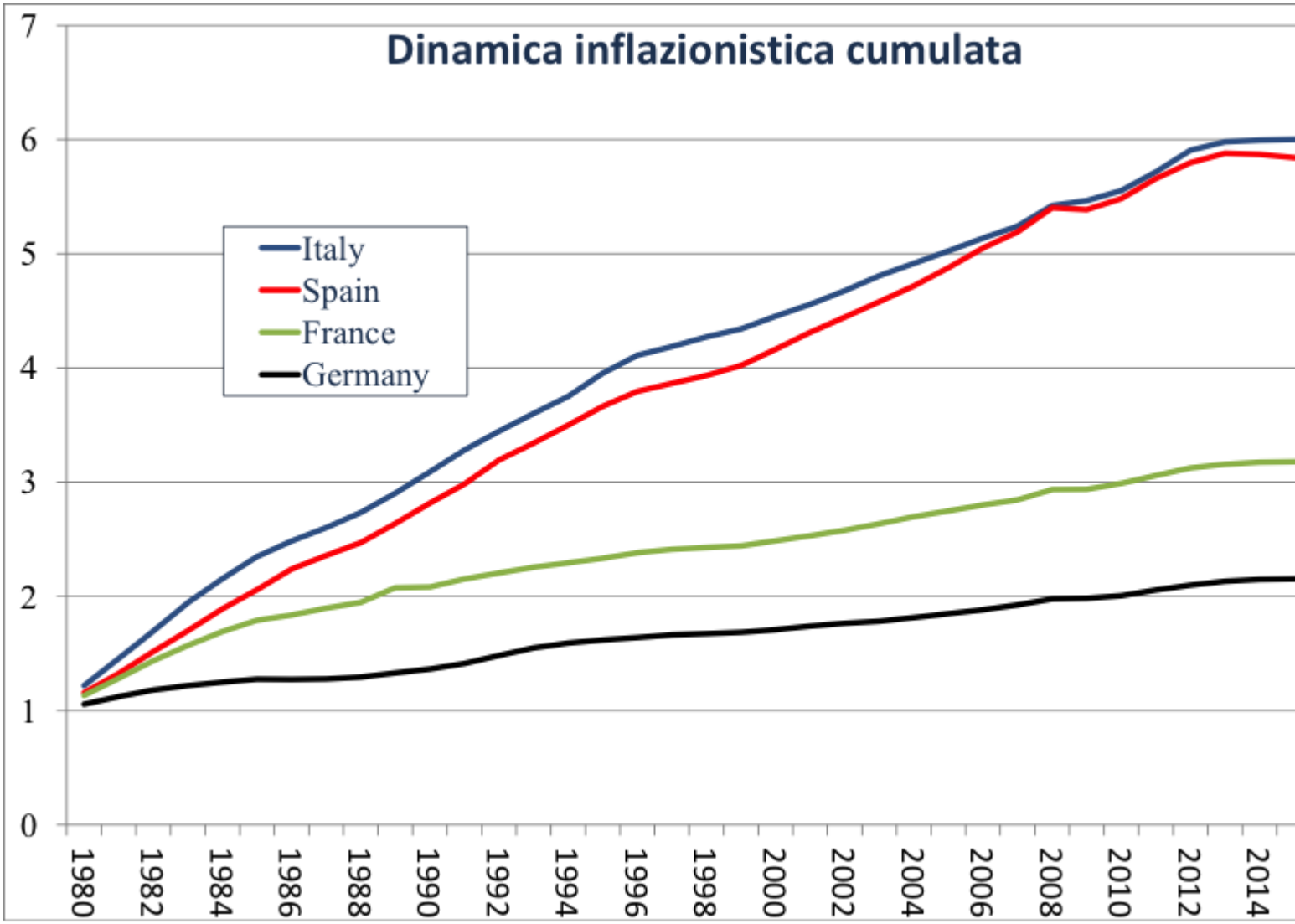
Il grafico che segue riporta le serie storiche dei tassi di inflazione delle quattro principali economie appartenenti all'area della moneta unica europea (Germania, Francia, Italia e Spagna) a partire dal 1980[2].



Se osserviamo gli andamenti dei diversi Paesi, appare piuttosto evidente come Italia e Spagna siano state caratterizzate da una crescita dei prezzi più intensa rispetto a Francia e, soprattutto, Germania.

Tale differenziale inflazionistico contribuisce a spiegare la debolezza della lira italiana e della peseta spagnola nei confronti del franco francese e del marco tedesco.

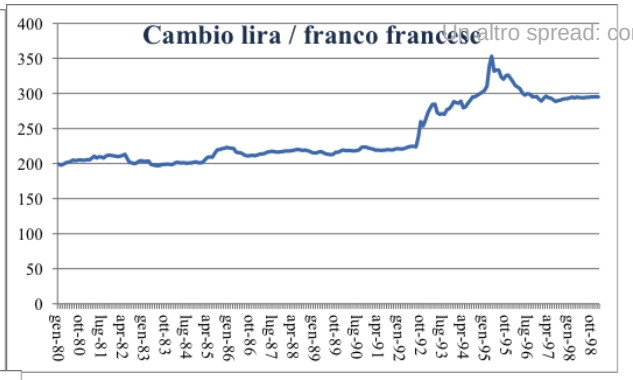
Per apprezzare più compiutamente la dimensione del differenziale inflazionistico, è opportuno riferirsi alla dinamica cumulata dell'inflazione nei quattro Paesi considerati, che ho rappresentato nel grafico successivo.

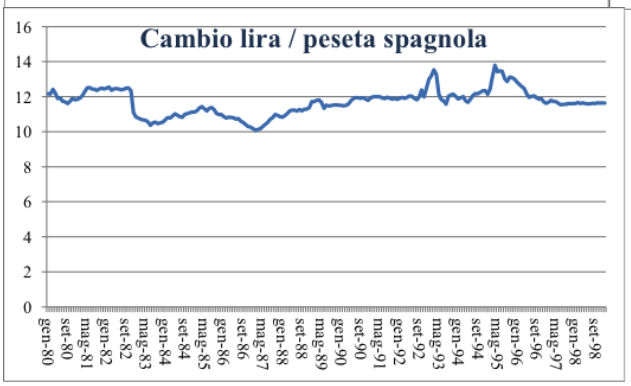


Fatto 100 il valore di un paniere di beni nel 1979, 38 anni dopo lo stesso paniere costava 608 in Italia, 594 in Spagna, 322 in Francia e 220 in Germania. Emerge con evidenza il sentiero di elevata crescita dei prezzi seguito da Italia e Spagna. La Germania si presenta come una nazione a bassa inflazione. La Francia si colloca tra i due estremi, anche se appare più vicina alla Germania che non alle "sorelle latine".

Non vi è dubbio che nel periodo esaminato si sia verificata una notevole divergenza tra le traiettorie dei prezzi al consumo delle quattro nazioni considerate. Però, fino al 1998, anno della fissazione dei cambi "irreversibili" nei confronti dell'euro, ogni Stato esprimeva i prezzi nella propria moneta, anche se la partecipazione al Sistema Monetario Europeo aveva, in qualche misura, contenuto la variabilità dei cambi. Quindi, è interessante verificare se, e in che misura, i riallineamenti valutari avvenuti prima della nascita della moneta unica europea siano riusciti a compensare i differenziali inflazionistici dell'Italia rispetto agli altri tre Paesi europei.

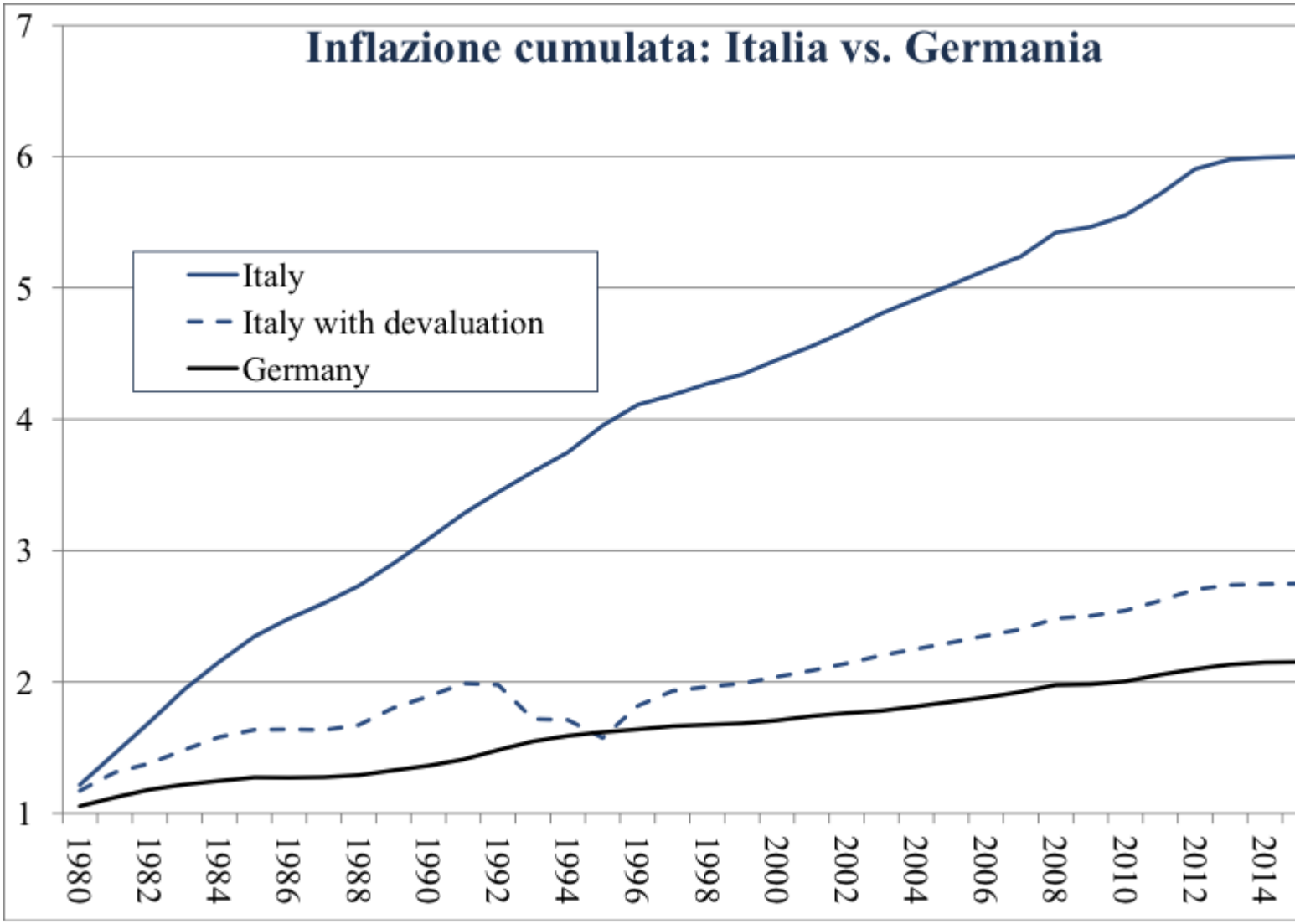
Esaminiamo l'andamento dei tassi di cambio della lira italiana nei confronti delle altre tre valute[3].





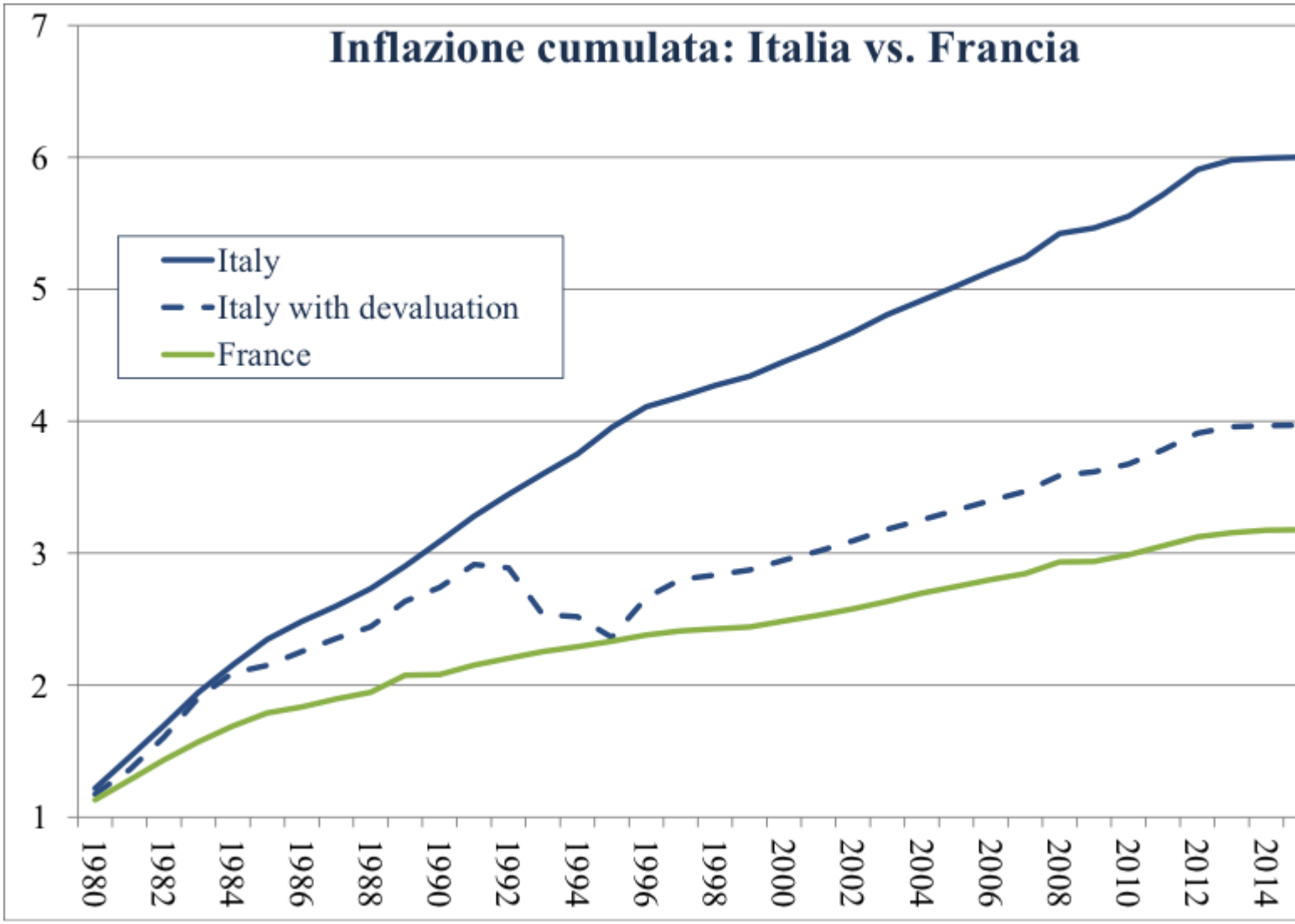
Si nota il percorso di continuo apprezzamento seguito dal marco tedesco nei confronti della lira italiana. Decisamente meno accentuato l'aumento del prezzo relativo della moneta francese. Invece, nei confronti della peseta spagnola, la lira ha sostanzialmente mantenuto inalterato il suo valore, seppure non senza qualche fase di volatilità. Nei grafici relativi al cambio con il marco tedesco e il franco francese si rileva la caduta della lira nell'estate del 1992, mentre in tutti i tre casi appare evidente la rivalutazione imposta alla moneta italiana a partire dalla primavera del 1995 (il tratto in cui la spezzata risulta in discesa) funzionale all'adesione del nostro Paese alla moneta unica europea.

Confrontiamo le inflazioni cumulate di Italia e Germania, inserendo anche la linea (tratteggiata nel grafico) del tasso di inflazione italiano corretto per la fluttuazione dei cambi nominali tra lira e marco tedesco[4]. Nella figura sono stati evidenziati in cifre i valori cumulati alla fine del periodo esaminato (2017).



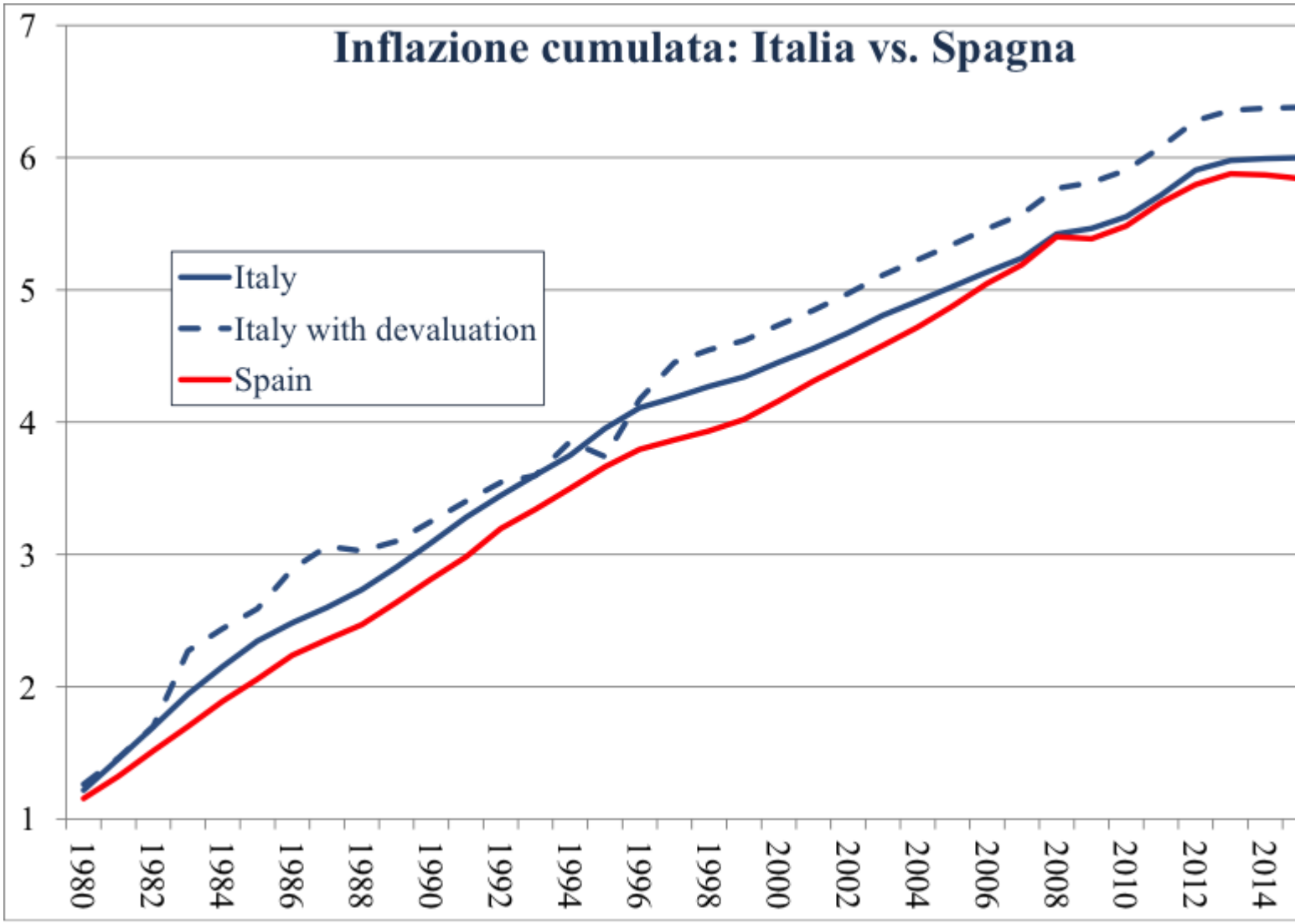
Si vede bene come la svalutazione della lira abbia contribuito a mantenere un livello di competitività accettabile tra i prodotti italiani e quelli tedeschi (la linea tratteggiata non sale con la velocità e l'intensità della linea blu continua). Nel 1995, la dinamica inflazionistica italiana, corretta per il tasso di cambio, si era riportata allo stesso livello di quella tedesca, ripristinando la stessa posizione competitiva in essere tra i due Paesi nel 1979. Da qui in avanti, l'apprezzamento della lira tra il 1996 e il 1998 e il successivo "congelamento" del tasso di cambio di 990 lire per marco all'atto della nascita dell'euro hanno rimosso il fattore di correzione valutaria e l'inflazione italiana, non più corretta dal cambio, ha ripreso a correre più velocemente di quella tedesca.

Passiamo al confronto tra Italia e Francia, per il quale valgono le stesse avvertenze esposte nel caso precedente.



In questo caso, è chiaro come il “recupero” del differenziale inflazionistico con la Francia attraverso il cambio sia stato minore di quello conseguito con la Germania , segno che la lira italiana si è deprezzata nei confronti del franco francese meno di quanto abbia fatto con il marco tedesco. Per il resto, l’evoluzione appare simile a quella già descritta nel paragone con la Germania.

Infine, vediamo il confronto con la Spagna.

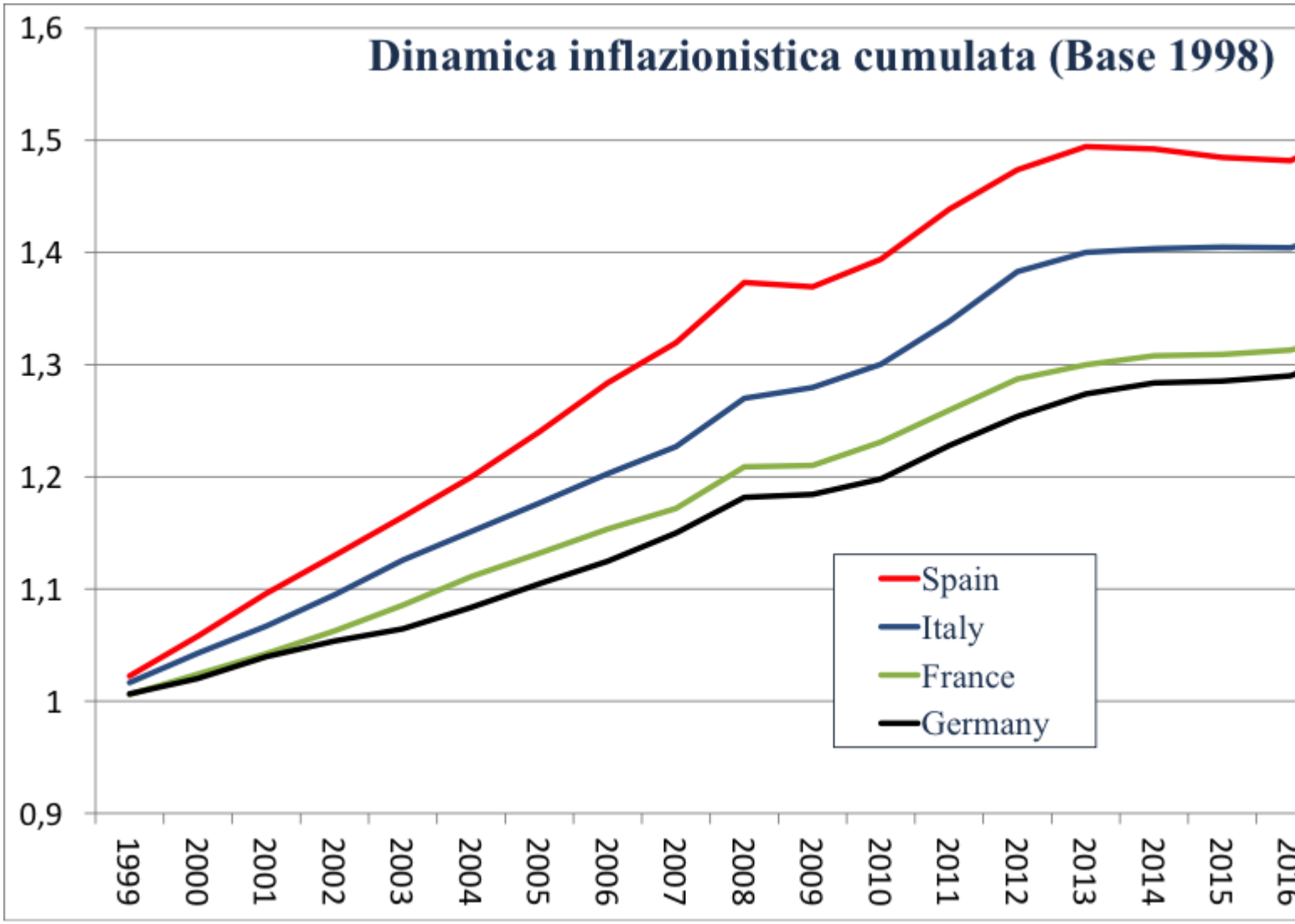


Nel confronto con il Paese iberico, la situazione appare diversa. La correzione per il cambio si è risolta in un aumento dell'inflazione cumulata italiana (rispetto alla Spagna), segno che la lira, nel complesso, si è rivalutata (seppure in misura modesta) rispetto alla peseta spagnola. A differenza dei due casi esaminati in precedenza, nel 2017 la distanza effettiva delle due inflazioni cumulate (con quella italiana corretta per il cambio) è maggiore (6,46 contro 5,94) rispetto a quella che non tiene conto della variazione valutaria (6,08 contro 5,94).

Se ne conclude che, nel periodo 1980 – 2017, le merci italiane hanno perso competitività del 21,1% nei confronti della Germania, del 19,8% rispetto alla Francia e dello 0,8% in relazione alla Spagna.

Esaminiamo, in particolare, cosa è accaduto nel periodo caratterizzato dall'adozione della moneta unica europea. A tal fine, prendiamo come base di riferimento il 1998, anno in cui sono stati definiti i cambi irreversibili tra le monete dei Paesi europei che hanno aderito all'euro.

I tassi di inflazione cumulata a partire del 1998 sono rappresentati nel grafico che segue.



La principale differenza rispetto ai dati esaminati in precedenza (periodo 1979 – 2017) è l'accelerazione inflazionistica della Spagna negli anni antecedenti lo scoppio della crisi. Rimane la divaricazione tra Paesi ad alta inflazione (Spagna e Italia) e Paesi con una maggiore stabilità dei prezzi (Germania e Francia).

Per comprendere meglio le dinamiche dei prezzi al consumo, occorre tenere conto che negli anni successivi alla cosiddetta crisi dei debiti sovrani il rallentamento dell'economia ha influito al ribasso sui prezzi, determinando vere e proprie fasi deflattive (Spagna 2014 – 2016, Italia 2016). In tali periodi di deflazione si legge il tentativo di recuperare, da parte delle nazioni in crisi, una quota della competitività di prezzo persa negli anni passati.

Nell'arco di tempo che va dal 1998 al 2017, le merci italiane hanno perso competitività (in termini di prezzo) del 7,76% nei confronti della Germania e del 6,64% rispetto alla Francia. Vi è stato, al contrario, un aumento di competitività verso le produzioni spagnole del 6,19%.

Utilizzando le stime di inflazione calcolate dal Fondo Monetario Internazionale[5], costruiamo un'ipotesi di sviluppo al 2023. Nella tabella che segue, la prima colonna "Indice inflazione cumulata 1998 – 2017" riporta i tassi di inflazione cumulata rappresentati nel grafico precedente. La seconda colonna riporta la media annua, riferita al periodo 2018 – 2023, delle previsioni di inflazione predisposte dal Fondo Monetario Internazionale. L'Italia è accreditata del tasso di inflazione minore (1,426% annuo) tra i quattro Paesi considerati. Per vedere come evolveranno nei prossimi anni le inflazioni cumulate di queste quattro economie, ho applicato le previsioni di incremento dei prezzi al consumo elaborate dal Fondo Monetario Internazionale

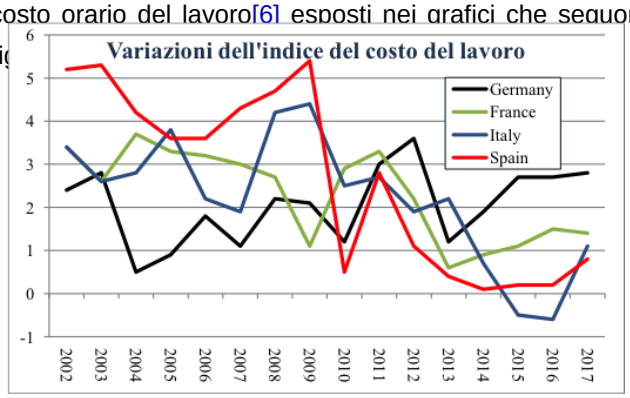
all'inflazione cumulata della prima colonna. I risultati, in termini di stima di inflazione cumulata al 2023, si trovano nella terza colonna.

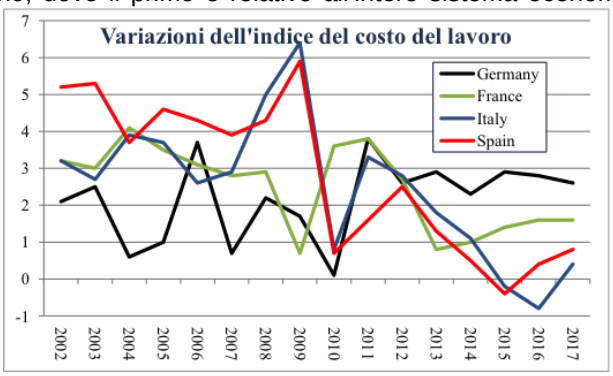
INFLAZIONE CUMULATA

	Indice inflazione cumulata 1998 - 2017	Stima IMF inflazione % media 2018 - 2023	Stima IMF indice inflazione cumulata 1998 - 2023	inflazione % Italia per recupero competitivit
France	132,8	1,703	147,0	0,
Germany	131,2	2,191	149,5	0,
Italy	142,3	1,426	154,9	
Spain	151,1	1,753	167,7	2,

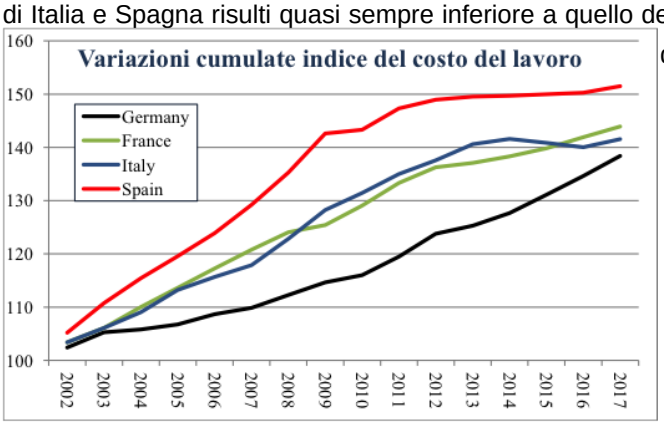
Nell'ultima colonna "Inflazione % Italia per recupero competitività" è stato riportato il tasso di inflazione medio annuo che il nostro Paese dovrebbe mantenere nel periodo 2018 – 2023 per ripristinare lo stesso livello competitivo del 1998 nei confronti di ciascuno degli altri tre Paesi (sulla base delle ipotesi di inflazione elaborate dal FMI). Ne risulta che dovremmo avere, per sei anni consecutivi, un tasso di inflazione medio dello 0,55% per recuperare il terreno perso rispetto alla Francia; con uno 0,83% in sei anni ci riporteremo alla pari con la Germania; mentre, avendo in passato maturato un vantaggio competitivo in termini di prezzi verso la Spagna, per rimanere agganciati a tale nazione potremmo permetterci tassi di incremento dei prezzi al consumo ben più alti (2,78%).

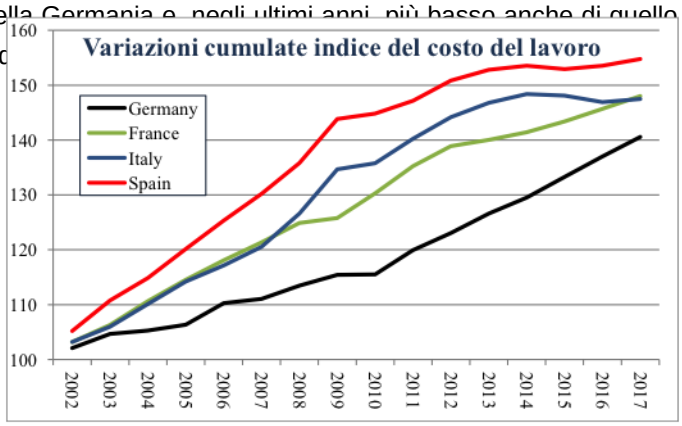
La riduzione del tasso di inflazione destinato a riportare la nostra posizione competitiva con Francia e Germania allo stesso livello del 1998 andrebbe perseguito attraverso un intervento sui costi interni. In particolare, il fattore su cui agire in prima istanza sarebbe il costo del lavoro, poiché altre strade (innovazione tecnologica, sviluppo in settori a maggior valore aggiunto, interventi normativi, etc.) richiedono sia investimenti (pubblici e privati) adeguati, che tempi lunghi per ottenere i ritorni attesi. In effetti, è proprio sul costo del lavoro che si è agito nel corso degli ultimi anni, come si vede dai dati relativi alla variazione del costo orario del lavoro[6] esposti nei grafici che seguono, dove il primo è relativo all'intero sistema economico e il secondo ri





Si noti come, a partire dalla cosiddetta crisi dei debiti sovrani europei, il tasso di variazione dell'indice del costo orario del lavoro di Italia e Spagna risulti quasi sempre inferiore a quello della Germania e, negli ultimi anni, più basso anche di quello francese.





Ma, se guardiamo al dato cumulato nel periodo 2002 – 2017 (grafici sotto), si osserva come sussista tuttora un *gap* tra la variazione totale del costo orario del lavoro italiano e spagnolo nei confronti di quello tedesco, specialmente nell'industria in senso stretto, ossia nel settore più esposto alle dinamiche competitive internazionali.

Insomma, la strada per ripristinare i livelli di competitività del 2001, in termini di costo orario del lavoro, appare ancora da percorrere fino in fondo. Ciò risulta particolarmente vero nell'industria in senso stretto, settore nel quale il vantaggio competitivo acquisito dalla Germania fino al 2010 si presenta ancora rilevante.

Di conseguenza, il riaggancio del nostro Paese alla dinamica cumulata dell'inflazione delle prime due economie europee sembra di non facile realizzazione, anche alla luce della mancanza di una politica industriale indirizzata a sostenere investimenti in grado di aumentare la produttività dei fattori.

In tal modo, rimane aperto quel *gap* di competitività[7] che sta frenando la crescita economica italiana, con le conseguenze ben note in termini di sviluppo economico e sociale, nonché di sostenibilità del debito pubblico del nostro Paese.

[1] N. Acocella, Squilibri macroeconomici in eurozona: cosa non ha funzionato?, www.economiaepolitica.it/, 9 maggio 2018.

[2] IMF, World Economic Outlook Database, aprile 2018. La base di partenza, il 1979, è stata scelta poiché coincide con l'entrata in vigore del Sistema Monetario Europeo.

[3] Dati tratti da PACIFIC Exchange Rate Service (http://fx.sauder.ubc.ca/data.html). I cambi sono espressi in modalità "incerto per certo".

[4] Si tratta, in pratica, dell'inflazione italiana misurata in termini di marchi tedeschi.

[5] IMF, World Economic Outlook Database, aprile 2018.

[6] Eurostat, Labour cost index by NACE Rev. 2 activity - nominal value, annual data [lc_lci_r2_a]. Variazioni percentuali sull'anno precedente. I dati per i quattro Paesi sono disponibili solo a partire dal 2002.

[7] Naturalmente, qui si fa riferimento al dato medio nazionale. Per un'analisi più completa, si veda : a cura di Riccardo Realfonzo, La competitività italiana. Le imprese, i territori, le città metropolitane, Franco Angeli 2016.