

GIOVEDÌ NUOVO TAGLIO DEI TASSI *L'inflazione è tornata sotto l'obiettivo, ma la crescita è ferma: o Lagarde allenta la politica monetaria o l'Eurozona perderà di nuovo competitività (tipo 2011)*

La Bce s'è svegliata: i consumi non stanno trainando la ripresa

LE MINUTE

NELL'ULTIMO

BOARD

LA PRESA

D'ATTO:

"PREVISIONI

SBAGLIATE"

» **Francesco Lenzi**

Il valore raggiunto dall'inflazione nell'eurozona a settembre è stato il più basso degli ultimi tre anni. Bisogna infatti tornare ad aprile 2021 per trovare un tasso di crescita annua dei prezzi al consumo inferiore al +1,8% registrato nel mese scorso. Esaurito lo shock legato alla pandemia e assorbiti gli effetti dell'abnorme aumento dei prezzi dell'energia seguito all'invasione russa dell'Ucraina, l'economia della zona euro si ritrova a viaggiare con un aumento dei prezzi che è tornato sotto l'obiettivo della Bce. Un risultato, quello del rapido calo dell'inflazione, per alcuni versi abbastanza prevedibile: le pressioni inflattive derivavano da cosiddetti fenomeni di offerta, legati cioè alla difficoltà del sistema produttivo a mantenere i prezzi alla produzione sotto controllo, difficoltà poi scaricate sui prezzi al consumo.

LA DECISIONE DELLA BCE di procedere al rapido aumento dei tassi d'interesse - come fatto da tutte le altre principali banche centrali, eccetto quella giapponese - aveva il compito di evitare che l'aumento dei prezzi potesse spingere i salari, innescando una spirale prezzi/salari stile anni Settanta. Il compito del rialzo dei tassi era quello di raffreddare l'economia, moderare le richieste salariali ed evitare che il maggiore costo del lavoro si scaricasse sui prezzi. A due anni di distanza dal primo rialzo si si può dire che molte delle preoccupazioni di allora erano esagerate. Lo choc

di offerta si è dimostrato transitorio: le restrizioni nelle catene di fornitura e la mancanza di materiali sono state rapidamente riassorbite, i prezzi dell'energia sono scesi parecchio dai massimi della prima metà del 2022.

L'aumento dei salari non è stato in grado né di alimentare una spirale salari/prezzi, né tanto meno di contrastare il processo di disinflazione in corso: la crescita del costo del lavoro è stata inferiore all'inflazione, tanto da non coprire la perdita di potere di acquisto dei lavoratori, ed è stata in parte assorbita dalle imprese sfruttando il cuscinetto di profitti fatto durante la fase di rialzo dei prezzi. Le ultime previsioni diffuse dalla Bce stimano i salari crescere del 3,2% nel 2025, contro il +4,5% di questo anno e il costo unitario del lavoro per le imprese a +2,6% nel 2025, contro +4,5% del 2024. L'inflazione nel settore dei servizi non ha ancora dato chiari segni di moderazione (è ancora al +4% annuo a settembre) e continua a essere citata dai membri della Bce come l'osservata speciale, ma nel complesso la sensazione sempre più concreta è che all'interno del Consiglio direttivo il focus si stia spostando dai prezzi alla crescita: se fino a qualche mese fa era essenziale evitare di alimentare qualsiasi spinta inflattiva, anche a costo di soffocare la crescita, nelle ultime settimane c'è una maggiore attenzione alla fase di rallentamento che l'economia della zona euro sta attraversando. Nelle minute dell'ultimo consiglio direttivo di settembre - che ha deciso il nuovo ribasso dei tassi, il secondo dopo quello di luglio - si rileva come "le componenti della domanda per il secondo trimestre segnalavano un contributo ancora meno favorevole da parte di consumi e investimenti e presentavano un quadro più pessimistico rispetto alle *staff projections* di settembre". Il capo economista Philip Lane ha fatto presente che "la tanto attesa ripresa trainata dai consumi nell'area euro non si è fi-

nora concretizzata".

In effetti i dati paiono confermare un'economia in affanno, appesantita dai consumi interni che ristagnano e dalla crisi tedesca. All'interno di questo quadro i tassi al 3,5%, più di un punto e mezzo sopra l'inflazione, paiono davvero inadeguati. Oltre a essere un consistente aiuto alla rendita finanziaria, che può parcheggiare soldi con rendimenti reali ai massimi storici da quando esiste la moneta unica, frenano gli investimenti nell'economia reale e l'aumento di capacità competitiva dell'eurozona.

Il mercato sconta ormai da settimane un nuovo ribasso dei tassi da 25 punti nel consiglio di giovedì e un altro ancora a dicembre. Il tasso terminale, cioè il livello a cui si arresterà la serie di ribassi, è sceso al 2%, a cui si stima la Bce arriverà a fine 2025. Sarà interessante valutare se giovedì prossimo la presidente Lagarde, scontato il terzo ribasso dell'anno, darà indicazioni sul percorso futuro o se confermerà l'approccio *meeting-by-meeting*, basato sui dati del momento.

Quel che ormai chiedono in molti alla Banca centrale è più coraggio nell'affrontare la fase di rallentamento economico: mettere da parte i timori dei falchi, chiudere il periodo della politica monetaria restrittiva e dare maggiore impulso monetario. Anche perché il resto del mondo continua a correre e l'eurozona rischia di rimanere di nuovo indietro come nel 2011.



DS6901

**GLI ANALISTI:
TASSI AL 2%
ENTRO IL 2025**

DS6901

IL MERCATO, ormai, non solo dà per scontato il taglio dei tassi di 15 punti nella riunione della Bce di questo giovedì (la terza riduzione dopo quelle decise a giugno e settembre), ma ritiene che la banca centrale europea proseguirà l'allentamento monetario anche nella riunione di dicembre. Il cosiddetto "tasso terminale", cioè il livello in cui si arresterà la serie dei tagli, è ormai stimato al 2%, che dovrebbe essere raggiunto entro la fine del 2025. Oggi i tassi sono al 3,5%, un punto e mezzo sopra l'inflazione: la crescita ne sta già facendo le spese