

Rischio deflazione, una bomba per l'Europa

Il tasso di inflazione della zona Euro si è mantenuto pericolosamente sotto il punto percentuale nel corso degli ultimi 4 mesi: tra gli operatori di mercato sta aumentando la percezione del rischio che l'economia si stia avvicinando ad una spirale deflazionistica simile all'esperienza giapponese degli ultimi venti anni.

Per ora, la BCE sembra ritenere temporanea questa debolezza nella dinamica dei prezzi in quanto legata ai bassi costi dell'energia, tuttavia è chiaro che i rischi siano al ribasso.

Le aspettative rappresentano un elemento fondamentale per evitare il pericolo di un avvitamento

di **Andrea Delitala***

in cui le attese di prezzi più bassi contribuiscono alla propria realizzazione: si posticipa la spesa ritenendola potenzialmente più economica in futuro.

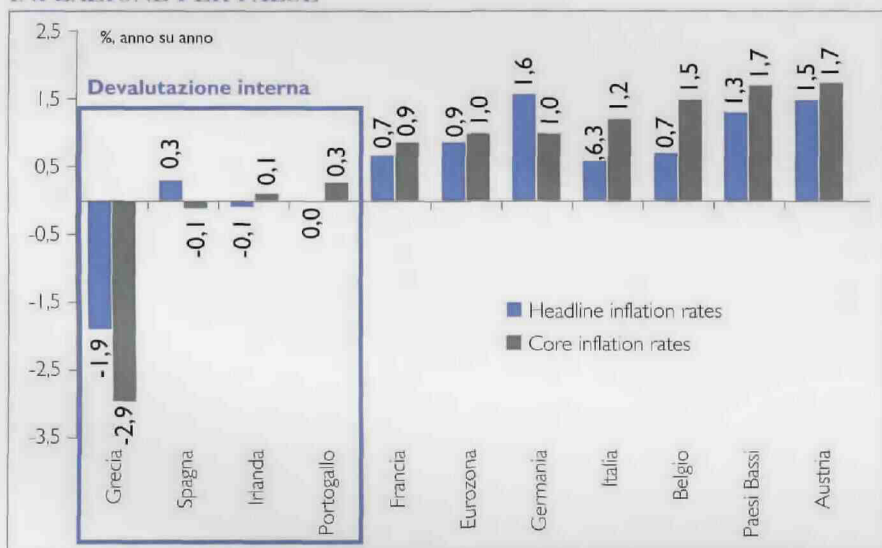
La **BCE** è l'unica Banca Centrale ad avere un bilancio in contrazione (per il rimborso degli LTRO effettuati a fine 2011/inizio 2012), tuttavia sta aumentando la pressione su Mario Draghi affinché attui nuove misure espansive: tra le misure possibili ma di impatto limitato si ipotizza il taglio dei tassi attivi (repo, oggi allo 0,25%) o passivi (depo attualmente 0%), quello del coefficiente di riserva obbligatoria (2%); meglio e più probabile un'immissione di liquidità nelle forme di un nuovo rifinanzia-

mento a lungo termine (LTRO) o la rinuncia a sterilizzare gli acquisti di titoli di Stato compiuti grazie al SMP (circa €200 miliardi). Meno probabile invece un'espansione quantitativa (almeno quella attuata attraverso acquisti di titoli di Stato), data anche la contrarietà recentemente espressa dalla Corte Costituzionale tedesca all'assunzione di rischi illimitati a carico dei contribuenti.

Il mandato della BCE prevede il tasso di inflazione al di sotto ma vicino alla soglia del 2%; l'attuale scenario giustifica, anzi secondo alcuni obbliga, la BCE ad un'azione decisa. Anche noi riteniamo che una forma anche 'europeizzata' di QE sarebbe opportuna per motivi sia congiunturali sia strutturali: i) il QE tra le molte ramificazioni incerte, ma ne ha una su cui vi sono pochi dubbi: aumentano le aspettative di inflazione e quindi, a parità di altre condizioni, si abbassano i rendimenti reali; ii) l'Europa potrebbe percorrere la via di una riduzione del divario di competitività dei Paesi membri tollerando una maggiore dispersione nella dinamica inflazionistica infra-EMU, ma se la media non fosse tenuta almeno al 2%, troppi Paesi potrebbero trovarsi sul crinale della deflazione.

Per quanto riguarda il primo aspetto, nella riunione di febbraio, la BCE ha preparato il terreno per eventuali interventi che potranno

INFLAZIONE PER PAESE



Fonte: Pictet AM

essere decisi nel *meeting* di marzo, quando saranno note le proiezioni economiche fino al 2016. Draghi ha ribadito l'intenzione di intervenire qualora dovesse ritenere eccessivi i rischi di deflazione o i tassi overnight dovessero registrare ulteriori tensioni.

In relazione agli aspetti strutturali, invece, vale la pena fare una premessa: nel 2011 avviene una 'mutazione' nella natura dello *spread* tra titoli di Stato italiani e tedeschi. In effetti oltre alla componente fondamentale legata al merito di credito dei rispettivi emittenti (che stimiamo in circa 160-180 bp per il BTP a 10y contro Bund), non appena si inizia a dubitare della tenuta della moneta unica, nei differenziali di rendimento si insinua una nuova componente sistemica: un premio per il rischio (culminato attorno al 35% di probabilità nel picco della crisi a novembre 2011) di divorzio valutario che provocherebbe riallineamenti delle nuove monete nazionali. Tali aggiustamenti nella logica del mercato sono stimabili in base alla perdita cumulativa di competitività subita dai paesi periferici rispetto a quelli 'core'. Germania *in primis*. Questa divergenza viene spesso misurata con l'andamento dei costi unitari del lavoro: in base a questa grandezza, l'Italia è circa il 30% meno competitiva della Germania rispetto al momento in cui entrambe hanno adottato l'euro. Ecco perché anche un piccolo rischio di rottura dell'EMU si traduce in grande volatilità dello *spread*.

Quindi va eliminato questo iato di competitività. Ma come? Poiché la dinamica del CLUP riflette direttamente quella salariale ed inversamente quella della produttività, i Paesi (appartenenti alla stessa area valutaria) potranno ri-

durare lo svantaggio con la Germania diventando più produttivi oppure tramite la cosiddetta svalutazione interna, ovvero una riduzione di salari e prezzi domestici.

Non sembra vi siano dubbi sull'urgenza di mettere mano al-

Occorre un diverso sentiero inflazionistico tra Germania e altri paesi periferici

meno alle principali riforme istituzionali, ma è chiaro che, questo non basterebbe. Occorre anche un diverso sentiero inflazionistico tra Germania, che dovrebbe accettare una dinamica dei prezzi più vivace e Italia (ed altri periferici) che dovrebbe avere inflazione mediamente più bassa per colmare il suo *gap* competitivo con i teutonici nel giro di una quindicina d'anni.

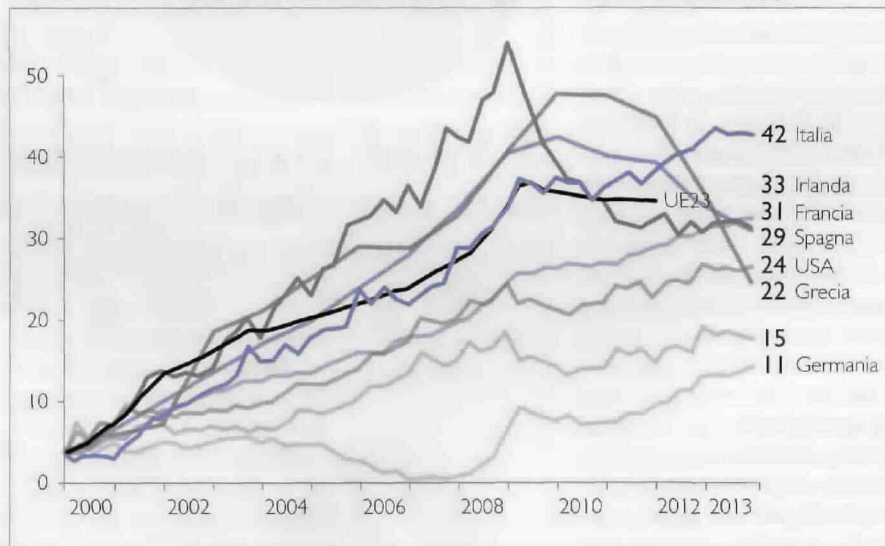


Dato l'orizzonte di medio-lungo termine, perché questo disegno abbia qualche *chance* di compiersi senza che l'Europa imploda politicamente, la Germania dovrà accettare un livello di inflazione superiore alla media (diciamo al 3%) onde evitare che i periferici si trovino troppo vicini alla deflazione e quindi con ogni probabilità oltre la soglia di sopportazione sociale.

A noi sembra difficile immaginare uno scenario di questo tipo senza una proattiva collaborazione da parte della politica monetaria. Ecco perché misure anche di tipo non convenzionale come il QE sarebbero a questo punto opportune anche nel Vecchio Continente, senza per questo esimersi ciascun Paese dal tentativo di stimolare la crescita e la competitività con tutti strumenti a disposizione (pochi in verità) stanti i forti vincoli all'impiego delle politiche di bilancio almeno sinché non si metterà mano ai trattati.

*responsabile investment advisory
Pictet Asset Management Italia

COSTO UNITARIO DEL LAVORO (% INCREMENTI, NORMALIZZATI DIC 1999 = 100)



Fonte: OCSE