

SCENARI La Bce resta alla finestra e per quest'anno si accontenta di una crescita del pil di Eurolandia dell'1,2%, incapace di creare nuovi posti di lavoro. Intanto l'euro si rafforza ancora sul dollaro. Un mix molto rischioso soprattutto per l'Italia

Eppur non si muove

di **Marcello Bussi**
e **Matteo Radaelli**

Non fosse per i conti pubblici, la Bce sembrerebbe convinta che Eurolandia stia vivendo nel migliore dei mondi possibili. Ecco perché giovedì 6 marzo ha lasciato i tassi d'interesse fermi allo 0,25% e non ha adottato nessuna misura straordinaria. Il nulla di fatto era atteso e così le borse europee hanno chiuso la seduta con il segno più. Ma qualche malumore è subito cominciato a emergere. Un paio d'ore dopo la decisione dell'istituto di Francoforte di restare alla finestra, Morgan Stanley ha diffuso un report intitolato *Dolce far Niente?* Il riferimento all'italianità del presidente della Bce, Mario Draghi, è però fuori luogo visto che il suo far niente è dovuto alla solita linea dura della Bundesbank, che si è opposta a ogni forma di ulteriore ammorbidimento della politica monetaria. Draghi ha comunque manifestato un certo compiacimento rispondendo alla prima domanda della conferenza stampa, quando ha detto che il meeting di Francoforte si è concluso senza l'adozione di nuove misure perché «le nostre previsioni sono state ampiamente confermate». Qualcuno potrebbe obiettare che Draghi si accontenta di poco, visto che la Bce stima una crescita del pil di Eurolandia di appena l'1,2% quest'anno, dell'1,5% nel 2015 e dell'1,8% nel 2016. Sono numeri anemici, che non porteranno un posto di lavoro in più. E che getterebbero nella disperazione la governatrice della Federal Reserve, Janet Yellen. Ma Eurolandia vive nel migliore dei mondi possibili. Un atteggiamento che ha scate-

nato le ironie anche di Bank of America Merrill Lynch, che ha intitolato il suo ultimo report *La Bce guarda sempre al lato luminoso della vita*, per poi aggiungere la domanda: *Ancora per quanto?* Altro segnale che la pazienza dei mercati rischia di esaurirsi. E allora non è affatto peregrino il timore che il mese prossimo, nel caso in cui la Bce lasci ancora le bocce ferme, le borse prendano una brutta piega per dimostrare tutta la loro insoddisfazione.

Anche il compiacimento sul fronte della inflazione lascia perplessi. Pur confermando che l'obiettivo di un'inflazione inferiore ma vicina al 2% non sarà raggiunto né quest'anno né nel 2015, lo staff di economisti della Bce ha stimato un trend al rialzo che dovrebbe culminare con un incremento dei prezzi dell'1,7% su base annua nel quarto trimestre 2016. Nello speci-

fico, le stime prevedono un rialzo dell'inflazione dell'1% nel 2014, dell'1,3% nel 2015 e dell'1,5% nel 2016, a patto che i tassi di cambio restino invariati e il prezzo del petrolio scenda. Condizioni, però, che non è affatto detto si realizzino. Anche perché l'effetto più immediato del nulla di fatto della Bce è stato il rafforzamento dell'euro, che venerdì 7 ha sfondato quota 1,39 dollari salendo ai massimi dall'ottobre 2011. Nel corso della conferenza stampa è stato lo stesso Draghi a sottolineare che un nuovo rialzo dell'euro

potrebbe avere conseguenze significative sull'inflazione nei mesi a venire. Il numero uno dell'Eurotower ha dichiarato che il rialzo della moneta unica dal 2012 ha fatto abbassare l'inflazione dello 0,4%. «Il fatto che Draghi abbia esplicitamente menzionato l'impatto del tasso di cambio sull'inflazione è un chiaro segnale che la Bce non sarebbe soddisfatta di un ulteriore rafforzamento dell'euro», ha osservato Carsten Brzeski, economista di Ing. Una prosecuzione del trend al rialzo degli ultimi mesi, con un ritorno del tasso di cambio euro/dollaro a ridosso dei massimi di 1,50 di inizio 2011, potrebbe spingere Eurolandia a un passo dalla deflazione, anche alla luce della crescita economica che rimane molto debole. Ma evidentemente la Bce ritiene che il rafforzamento dell'euro sia passeggero e che la fine del piano di acquisti di asset da parte della Federal Reserve, prevista entro la fine dell'anno, rafforzerà il dollaro. Ma non più di tanto, visto che le nuove stime dello staff dell'istituto di Francoforte si basano sull'ipotesi che l'euro da qui al 2016 avrà un tasso di cambio medio di 1,36 dollari.

Un calo dell'inflazione, che potrebbe sfociare in deflazione conclamata, rimane il rischio più grosso per Eurolandia. Di questo sono ancora convinti i mercati. Segnali di cautela sul fronte dei prezzi, fermi allo 0,8% tendenziale in feb-

braio sulla base della stima flash di Eurostat, continuano ad arrivare dall'andamento degli aggregati monetari. Gli ultimi dati relativi al mese di gennaio hanno sì mostrato un incremento (M3 +1,2% su base annua dal +1% di dicembre, M1 a +6,4% da +5,5), ma i valori rimangono bassi e in linea con pressioni inflazionistiche contenute. Anche le aspettative dei consumatori sull'andamento dell'inflazione nei prossimi 12 mesi all'interno dell'indice di fiducia dei consumatori della Commissione europea non lasciano intravedere alcuna accelerazione significativa dei prezzi.

I rischi di deflazione si concretizzerebbero soprattutto in caso di rallentamento della crescita economica, anche se gli ultimi dati hanno evidenziato come un leggero miglioramento nei prossimi mesi sia lo scenario più probabile. Indicazioni favorevoli sono arrivate dagli indici Pmi di Eurolandia di febbraio, migliorati rispetto al mese precedente e su valori in linea con un'ulteriore espansione dell'economia nel primo semestre dell'anno dopo il +0,3% su base trimestrale del quarto trimestre 2013. Resta il fatto che un euro a 1,40 penalizzerebbe ancora di più le economie dei Paesi mediter-

ranei e anche della Francia, compromettendo le loro chance di avere finalmente una crescita abbastanza sostenuta. Alla fine resta sempre la sgradevole sensazione che certe decisioni vengano prese tenendo conto solo delle condizioni dell'economia tedesca. È lo scenario internazionale la maggiore fonte di incertezza sul fronte della crescita economica, con shock negativi che potrebbero arrivare dai Paesi emergenti, come evidenziato dalla bancarotta della società cinese Chaori Solar o dalle tensioni geopolitiche come quelle tra Russia e Ucraina. Sia detto *en passant*, se si concretizzasse l'ipotesi di una dura restrizione dei visti in caso di sanzioni contro la Russia ci sarebbe un duro colpo per il settore del lusso e del turismo italiano. Lo si può constatare ogni giorno in via Montenapoleone a Milano oppure in Versilia, che senza i russi diventerebbero lande desolate.

La situazione rimane particolarmente delicata nei Paesi periferici, anche se il calo dei rendimenti dei titoli governativi in Italia, Spagna e Portogallo evidenzia come gli investitori siano sempre più fiduciosi sulle prospettive di questi Paesi. Bassa crescita economica e inflazione contenuta, però, peseranno sulla loro crescita economica anco-

ra a lungo. Il caso italiano è lampante. In presenza di una crescita del pil reale che difficilmente supererà l'1% e di un'inflazione intorno all'1%, anche mantenere un deficit/pil al 3% non permetterà di abbassare il debito pubblico. Ancora più delicata la situazione in Spagna, dove alcuni economisti si spingono a stimare un deficit/pil sopra il 6% nell'anno in corso, con un ritorno sotto il 3% che non sarà raggiunto prima del 2017. Questi Paesi, quindi, avrebbero quanto mai bisogno di un calo dell'euro contro le principali valute internazionali o di un balzo dell'inflazione all'interno di tutta Eurolandia per riguadagnare competitività. Un euro debole aiuterebbe aumentando la competitività sui mercati internazionali mentre un'inflazione più alta spingerebbe al rialzo i salari in quei Paesi che, grazie a una crescita maggiore, avrebbero incrementi più alti sia dei pezzi sia degli stipendi. Insomma, è vero che non sta alla Bce risolvere i problemi strutturali dei Paesi di Eurolandia e che il tasso di cambio non è un obiettivo di politica monetaria, però il Dolce far Niente dell'istituto di Francoforte rischia di trasformarsi in un incubo per il Bel Paese. (riproduzione riservata)

