

Primo Piano

Le mosse delle Banche centrali

Bce alza i tassi e non si ferma Verso un ritocco anche a luglio

Politica monetaria. L'inflazione continua a preoccupare la banca centrale, ritocco di 25 punti base Lagarde: «Saremo restrittivi per tutto il tempo necessario per assicurarci di arrivare a destinazione»

Isabella Bufacchi
Dal nostro corrispondente
FRANCOFORTE

Le revisioni nelle proiezioni macroeconomiche degli esperti della Bce, da marzo a giugno, non sono andate nella direzione auspicata dalla Bce. Ai piccoli aggiustamenti all'insù dell'inflazione complessiva si sono aggiunti quelli più forti dell'inflazione di fondo. L'atterraggio dell'inflazione totale al 2,2% nel 2025, nelle nuove stime di giugno rispetto al 2,1% di marzo, non è «né soddisfacente né tempestivo», ha detto la presidente Christine Lagarde in conferenza stampa. E non basta: l'inflazione di fondo al 2,3% nel 2025, dopo essere stata ritoccata dal 4,6% e 2,5% di marzo al 5,1% e 3% di giugno rispettivamente nel 2023 e nel 2024, è risultata «persistente». E così altrettanto persistente, ha promesso Lagarde, sarà la Bce.

È questo il contesto nel quale va calato non tanto l'atteso rialzo di 25 punti base deciso ieri sui tre tassi di riferimento, quanto l'annuncio a sorpresa di un aumento «molto probabile» di altrettanti 25 punti base anche in luglio «a meno che non ci sia un cambiamento materiale consistente del nostro scenario» base, ha anticipato la presidente in conferenza stampa. I mercati a caldo hanno rea-

«Non abbiamo discusso per nulla di fare una pausa perché abbiamo ancora terreno da percorrere»

gito bene, gli spread si sono stretti, l'euro si è apprezzato.

Il messaggio della Bce è stato inequivocabile: «determinazione, persistenza, realismo», ha scandito ieri Lagarde sollecitata a più riprese dai giornalisti sui tassi. «Siamo arrivati a destinazione? no. Abbiamo ancora strada da fare? sì. Il tasso terminale? Sappremo quale sarà il tasso terminale quando ci arriveremo», ha tagliato corto la presidente. «Saremo restrittivi per tutto il tempo necessario per assicurarci di arrivare a destinazione», ha risposto a una domanda del Sole24Ore. Costretta dai giornalisti a confrontarsi con la pausa decisa dalla Federal Reserve, la presidente non ha indugiato: «Non abbiamo discusso per nulla di fare una pausa perché abbiamo ancora terreno da percorrere e quindi non abbiamo nemmeno iniziato a pensarci».

Tra la riunione di luglio, con il rialzo molto probabile di un quarto di punto, e quella settembre, quando arriveranno le nuove proiezioni macroeconomiche, il Consiglio vedrà altri dati importanti: la Bank lending survey sulle banche eon dettagli sull'andamento del costo del credito e i dati macro del secondo trimestre.

La riunione del Consiglio direttivo della Bce ieri, con un «consenso molto molto ampio» in merito alla decisione di aumentare di 25 punti base, non si prestava di certo a messaggi «dovish» da colomba perché di fronte a un'inflazione ostinata, che invece di scendere sale, la Bce non poteva far altro che rafforzare il suo messaggio di inasprimento: «Siamo fiduciosi che riporteremo l'inflazione al 2% sul medio termine», ha reiterato Lagarde, non prendendo neanche lontanamente in seria considerazione la provocazione di apportare una modifica al target aumentandolo al 3%.

Le proiezioni macroeconomiche di giugno sull'inflazione, tra l'altro, hanno dovuto inglobare alcuni dati sull'inflazione di fondo al rialzo in marzo che non erano rientrati negli aggiornamenti delle stime del mese di marzo perché la raccolta dati si interrompeva prima. Un altro fattore negativo che ha inciso sulle proiezioni di giugno è stato quello dei dettagli del primo trimestre 2023, che hanno

fatto emergere una produttività in segno negativo. Il mercato del lavoro da un lato ha registrato nei primi tre mesi dell'anno 1 milione di posti in più (e per Lagarde «il mercato del lavoro e dell'occupazione sono buone notizie») ma dal momento che l'output, il Pil, si è contratto, non c'è stata espansione, la riduzione della produttività ha avuto un effetto sui costi unitari del lavoro («la persistenza dell'inflazione di fondo è legata al costo per unità di lavoro» ha detto Lagarde) che fanno salire l'inflazione di fondo: fattore nuovo di cui il Consi-

glio direttivo ha dovuto tener conto, anche se l'inflazione complessiva pesa di più nella «funzione di reazione» e anche se «al momento non si vede una spirale salari-prezzi», ha assicurato Lagarde.

Un altro fattore monitorato da vicino dalla Bce riguarda le condizioni del credito che sta decelerando fortemente, con le banche che hanno aumentato molto i tassi per imprese e famiglie. Anche la creazione di moneta è decelerata in maniera particolare.

Le prospettive di crescita economica infine rimangono «molto in-

certe», e sono sotto stretta sorveglianza del Consiglio. La Bce ha elencato una nutrita lista di rischi per la crescita nell'area dell'euro al ribasso: la guerra ingiustificata della Russia contro l'Ucraina; un aumento delle tensioni geopolitiche che potrebbero frammentare il commercio globale; rinnovate tensioni sui mercati finanziari che potrebbero portare a condizioni di finanziamento più restrittive del previsto e indebolire la fiducia; una crescita più debole dell'economia mondiale.



Francoforte. La presidente della Bce, Christine Lagarde

Mutui, con la stretta di Francoforte in un anno rata più cara del 60%

L'impatto

La rata standard passata da meno di 500 euro agli 800 attesi a novembre

Vito Lops

La Bce non si ferma e alza ancora. Il costo del denaro è salito nella forchetta compresa tra il 4% (tasso di rifinanziamento principale, quello che le banche pagano per chiedere liquidità alla Bce) al 3,5% (tasso sui depositi, quello che le banche ricevono dalla Bce quando vi parcheggiano la liquidità). E per i mutuatari (ai quali interessa più il secondo tasso, dato che è ad esso che è agganciato l'indice Euribor che movimenta le rate del tasso variabile) lo scenario cambia ancora una volta. Questo ciclo di rialzi è iniziato lo scorso luglio. In 11 mesi la Bce ha aumentato il costo del denaro di 400 punti base, una velocità mai vista nei 22 di storia dell'Eurozona. Ossa rotte per chi sta rimborsando un mutuo a tasso variabile. Se a gennaio 2022 la rata di un mutuo standard (140mila euro, scadenza 25 anni a fronte di un immobile di 200mila euro) costava poco meno di 500 euro, ora siamo a 750. E si dovrebbero arrivare a sfiorare gli 800 verso novembre, con un aumento di oltre il 60%. Un salasso frutto del tentativo dell'istituto di Francoforte di riportare l'inflazione nell'alveo ritenuto efficiente del 2%. E per quanto sia innegabile un processo di disinflazione in atto, siamo ancora lontani. L'inflazione «core», quella depurata per i costi energetici e alimentari, è al 5,3%. Ancora troppo lontana. I manuali di

economia e politica monetaria insegnano che se una banca centrale vuole battere l'inflazione deve posizionare i tassi sopra l'inflazione «core». Ed è per questo che la Bce, nonostante Eurozona e Germania siano ufficialmente in recessione tecnica (con due trimestri consecutivi di contrazione del Pil) ha usato anche ieri il pugno duro e con ogni probabilità alzerà ancora i tassi nel meeting di luglio di altri 25 punti base. I mutuatari a tasso variabile attendono con trepidazione il momento in cui la Bce inizi a parlare di «pausa», primo passo indispensabile verso il percorso inverso, ovvero il taglio dei tassi. Ma al momento è un discorso prematuro, anche considerando quanto visto sull'altra sponda

I futures sugli indici Euribor a 3 mesi vedono un picco dei tassi Bce entro fine anno e poi l'avvio di una discesa

dell'Atlantico dove la Fed statunitense in settimana ha effettivamente, dopo 15 mesi di rialzi, interrotto il percorso lasciandosi però aperta la strada ad altri due rialzi da qui a fine anno. E allora, in attesa dei prossimi dati macro e delle nuove azioni delle banche centrali, ci si può perlomeno affidare a quello che sconta il mercato, per quanto esso stesso commetta spesso degli errori di valutazione. In questo senso i futures sugli indici Euribor a 3 mesi vedono un picco dei tassi Bce entro fine anno (con l'Euribor a 3 mesi che dovrebbe superare il 3,8% a novembre) e poi, a partire da gennaio 2024, l'avvio di una lenta ma costante discesa. Stando ai mercati, quindi, i mutuatari a tasso variabile potrebbero iniziare a vedere la luce in fondo al tunnel a fine anno. Posto che



MATTEO SALVINI

«La Bce si rende conto che con la sua politica magari riduce dello zero virgola l'inflazione, però sta danneggiando famiglie e imprese»



CARLO MESSINA

«Non ho un parere negativo su quello che è stato fatto dalla Bce fino a oggi. Siamo in un mondo che non tornerà mai più a tassi zero»

L'analisi

NESSUNA PAUSA IN ARRIVO PER LA CORSA DEL CRICETO

di Donato Masciandaro

Le decisioni di ieri della Bce confermano la corsa del criceto. La politica dei tassi è quella del tira a campare: si decide un aumento dei tassi, ma non ci si impegna sul loro sentiero futuro. Ma almeno la politica monetaria non è entrata in pausa, sempre al buio, come ha fatto invece due giorni fa la Fed, nonostante i pessimi risultati che tale politica, poi rinnegata, ha avuto in questi mesi sia in Canada che in Australia.

La presidente Lagarde ha annunciato un aumento di venticinque punti base, ma, al solito, senza essere trasparente su quelli che sarà il percorso dei tassi nei prossimi mesi. Anzi, ha fatto di peggio: nella conferenza stampa ha paventato un possibile identico aumento il prossimo mese, di cui non c'è traccia nel documento ufficiale. Siamo allo solito: dico che decido volta per volta, ma poi, in conferenza stampa vi do, come offa, l'inutile informazione che, forse, il mese prossimo ci sarà un altro aumento. L'importante è non dare l'unica informazione pubblica rilevante - i tassi di interesse futuri - che i banchieri di Francoforte ovviamente conoscono, ma tengono nascosta.

La Bce, come tutte le banche centrali, ha una funzione di reazione, che produce un percorso futuro dei tassi di interesse. Ma la Bce è una banca centrale sughero - galleggia seguendo le onde dei mercati - non una banca centrale bussola, che indica in modo esplicito e responsabile la rotta a mercati, imprese e famiglie. Della funzione di reazione della Bce sono state rese pubbliche tre caratteristiche: la rilevanza dell'inflazione effettiva congiunturale e di quella attesa strutturale, nonché del funzionamento del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Sono informazioni insufficienti, senza ulteriori dettagli: dire che sono importanti sia l'inflazione effettiva che quella attesa, nulla ci dice su quale sia la reattività della Bce al flusso dei nuovi dati macroeconomici. Lo stesso vale per il riferimento al meccanismo di trasmissione. Sarebbe interessante invece sapere, ad esempio, quale è la metrica utilizzata per comparare i benefici attesi dell'attuale politica disinflazionistica con i costi attesi in termini di ristagno economico, che è in atto. La pochezza delle informazioni che la Bce offre è

stata resa evidente dalla sequenza di quesiti che ha generato in conferenza stampa, a nessuno dei quali è stata data una risposta degna di questo nome.

Ma almeno non c'è stata la pausa monetaria, ieri invece annunciata dalla Fed. Interrompere la fase restrittiva della politica monetaria, sempre senza indicare la rotta futura, è quello che hanno fatto in questi mesi le banche centrali di Canada ed Australia, per poi innescare precipitose marce indietro.

È una condotta che aumenta l'incertezza, quindi i costi attesi per l'economia; è vantaggiosa solo per i banchieri centrali, che comprano tempo senza pagare alcun costo in termini di responsabilizzazione istituzionale.

La pausa fa fare alla politica monetaria un salto indietro di almeno cinquant'anni, quando erano in voga le politiche «stop and go». La politica stop and go era quella di utilizzare in modo

La Bce è una banca centrale sughero - galleggia seguendo le onde dei mercati - non una banca bussola

sistematico il meccanismo delle decisioni al buio, che oggi è stato riverniciato con le espressioni delle decisioni «riunione per riunione», prese sulla base «dei dati disponibili».

È stato il peggior periodo delle performance della politica monetaria, culminato nella Grande Stagflazione degli anni 70. Le ragioni erano sia economiche e politiche. Sul piano economico, lo stop and go trascurava gli effetti destabilizzanti sulle aspettative del suo essere discrezionale e opaca. Sul piano politico, rendeva i banchieri centrali più influenzabili sia dalla politica che dai banchieri.

Lo stop and go fu mandato in soffitta, sostituito dall'approccio delle regole flessibili, che ha aumentato la credibilità della politica monetaria e l'indipendenza delle banche centrali, con i relativi benefici effetti macroeconomici. I brutti quadri è meglio che rimangono in soffitta. La presidente Lagarde ha escluso la pausa monetaria. Per ora, e senza prendere impegni per il futuro. Che novità.

Plus 24: boom dei BTp e tutte le alternative

Bond governativi

Successo dei titoli di Stato ma occhio all'eccessiva concentrazione

Le emissioni di BTp stanno riscuotendo un enorme successo fra gli investitori italiani. Secondo i dati Banca d'Italia, i titoli di Stato tricolore sono stati la voce preponderante nei flussi che hanno alimentato le attività finanziarie delle famiglie italiane contribuendo con circa 54 miliardi su un totale di 80 miliardi. L'ultima emissione, quella del BTp Valore, ha visto una media ordini di ben 27 mila euro: una cifra importante che potrebbero però cozzare con i

principi della diversificazione. Ci sono alternative al BTp? Su Plus 24, in edicola domani con il Sole 24 Ore, i suggerimenti dei consulenti finanziari.

IN EDICOLA



FOCUS SUI BTP
La copertina di Plus 24 in edicola domani