

# L'euro troppo forte preoccupa Draghi

In poco più di un anno l'euro è passato da 1,035 a 1,25; per il Presidente Bce la recente volatilità del mercato valutario è fonte di incertezza

/ Stefano PIGNATELLI

La riunione di politica monetaria della banca centrale europea si è conclusa con tassi, come ampiamente previsto, **fermi** (-0,40% il depo; 0% il refi e +0,25% il rif. marginale) ai livelli entrati in vigore il **16 marzo 2016** e che resteranno tali per tutto il 2018. Il mercato sconta nei primi mesi del 2019 un ritocco da parte della Bce del tasso sui depositi a -0,30% da -0,40% e vede per metà del prossimo anno il primo rialzo di un quarto di punto del refi oggi a zero.

Sono stati molti gli spunti forniti da Draghi: in generale è trapelato un cauto ottimismo sulle prospettive di crescita, una certa insoddisfazione sull'inflazione ancora troppo bassa e un certo fastidio per il rapporto di cambio.

Draghi ha affermato che l'economia ha accelerato oltre le attese e lo slancio della **crescita** porterà a sorprese positive nel breve periodo. Probabilmente questa frase si riferisce a una possibile crescita dell'**1%** nel primo trimestre: i dati di questa settimana relativi agli indici di fiducia Pmi (indice direttori acquisti) sono coerenti con tale risultato. Ha ricordato tuttavia che parte dell'attuale fase espansiva è ciclica e a un certo punto finirà.

Ma è sull'**inflazione** che si è soffermato maggiormente, distinguendo tra andamento di breve e medio lungo termine. C'è una certa fiducia che la fase ciclica positiva possa far convergere l'inflazione verso il 2% (previsioni Cpi della Bce per il 2020 all'1,7%); affinché ciò avvenga è necessario ancora un ampio grado di stimolo monetario. Le pressioni interne sui prezzi restano invariate nel breve medio termine e non ci sono evidenze di convincente trend verso l'alto; inflazione si terrà intorno ai livelli attuali (1,4%-1,5%) nei prossimi mesi, prima di aumentare (prevediamo un picco all'1,8%-1,9% nel periodo estivo) con una variazione annua 2018 dell'**1,5%-1,6%** (nostre previsioni; segui tassi, costo del funding su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

Un'indicazione molto importante fornita da Draghi è il riferimento alla **crescita** dei **salari nominali** che fornisce un'indicazione convincente sull'inflazione futura.

Vediamo allora come si stanno muovendo a livello europeo. Il mercato del lavoro presenta un eccesso di offerta ampio e variegato. Le indagini di fiducia sono coerenti con una crescita degli occupati vicina all'1,9% quest'anno, con un calo del tasso di disoccupazione all'8,4-8,3%. I miglioramenti del mercato del lavoro, tuttavia, non si stanno riverberando sui salari la cui crescita resta modesta: nel 2017 è stata intorno all'1,6% e quest'anno le prospettive non paiono migliori. Tale **inerzia** dei salari nominali è probabilmente spiegata

dal fatto che le risorse in eccesso sono ben superiori a quanto riesca a misurare il tasso di disoccupazione.

Altre misure che includano i lavoratori a tempo parziale involontari e gli inattivi scoraggiati rimangono su livelli decisamente alti (16% circa) e questo potrebbe impedire l'accelerazione dei salari nominali e di conseguenza **ritardare**, rispetto ad altri precedenti cicli, il **rialzo dei prezzi**. Fa eccezione nel panorama europeo la Germania, dove IG Metall, sindacato industriale dei metallurgici, ha richiesto aumenti salariali del 6% per il 2018-2019.

In sostanza verranno a mancare spinte sui prezzi dai salari nominali ancora per un periodo prolungato e ciò rappresenterà un elemento importante per valutare la futura postura della politica monetaria Bce.

L'accelerazione dell'euro, specie contro dollaro, è stata, inusualmente, al centro di alcune considerazioni da parte di Draghi evidentemente **preoccupato** per un rialzo che ha condotto nel corso di poco più di un anno l'euro da 1,035 a 1,25 (+20%). Secondo il Presidente Bce la recente volatilità del mercato valutario è fonte di **incertezza**, bisogna tuttavia distinguere quando i movimenti derivano da miglioramenti dell'economia, da modifiche di politica monetaria o da altro.

Quest'ultimo probabilmente è da leggersi come un velato riferimento alle recenti dichiarazioni del governo Usa di soddisfazione per un dollaro debole e alle decisioni in tema di protezionismo.

Al di là dei velati rilievi verso le ingerenze Usa sul valutario, per la Bce il problema prioritario resta capire se le oscillazioni di cambio abbiano un impatto sull'**inflazione**, nel senso di ridurla e quindi ritardare la fine del QE e il rialzo dei tassi.

In tema di **politica monetaria** si è sostanzialmente ripetuto il copione della riunione di dicembre; non si è discusso all'interno del board né di modifica alle linee guida né di *tapering*. Sulla base di dati a disposizione oggi, Draghi ha affermato che la probabilità di rialzo tassi quest'anno è molto bassa.

Nonostante i toni ancora ampiamente espansivi e nonostante nessun nuovo messaggio sulla *forward guidance* sia stato valutato, i tassi si sono ampiamente **mossi al rialzo** con l'Irs 10 anni all'1,04%, il Bund 10 a 0,62%. Non fanno eccezione i Btp con il decennale appena sotto il 2% e il Bond Usa al 2,68%.

Vedremo se le preoccupazioni di Draghi per un euro che si è apprezzato troppo velocemente avranno effetto: il cross euro è arrivato a un importante livello (1,25), che molti analisti giudicavano come massimo raggiungibile nel corso della seconda parte del 2018.