

CONTRARIAN

SAREBBE OPPORTUNO CHE LA BCE COMINCIASSE A TAGLIARE I TASSI

► La saggezza popolare vuole che i falchi abbiano una vista invidiabile. Neanche loro, però, sono in grado di agire al buio. I falchi della Bce non fanno eccezione. Per questo stupisce la loro ostinazione nel voler continuare ad alzare i tassi di interesse anche in assenza di robuste evidenze empiriche circa l'effettiva persistenza della spinta inflativa e le conseguenze dei rialzi già effettuati, che, per entità complessiva e ritmo, non hanno confronti dall'avvio della moneta unica. Le dinamiche inflative iniziate nella seconda metà del 2021 sono legate soprattutto alla crescita del prezzo delle materie prime e dei beni energetici determinata dalla Green Transition europea e dalle sanzioni alla Russia per la guerra in Ucraina. La struttura oligopolistica di alcuni importanti mercati ha inoltre concorso a determinare una sellers inflation: come osservato dal Fmi in un recente rapporto, i profitti in effetti «rappresentano quasi la metà della crescita dell'inflazione in Europa negli ultimi due anni, in quanto le imprese hanno aumentato i prezzi in misura maggiore rispetto agli stessi costi in forte crescita dell'energia importata». Non sembra a oggi constatabile un surriscaldamento dell'economia dovuto a incrementi sostanziali della domanda. Al contrario: fenomeni ben visibili anche in Italia, quali il decremento della liquidità detenuta dalle famiglie e imprese o la riduzione in volumi degli acquisti alimentari presso la Gdo, inducono a ritenere che il buffer di risparmi vada esaurendosi. E le ultime rilevazioni evidenziano un settore manifatturiero in contrazione in tutte le principali economie, non soltanto in Europa. In sintesi: tutto quello che rappresenta tipicamente l'obiettivo del rialzo dei tassi per contenere le spinte inflazionistiche sta già avvenendo. È quindi molto probabile che ulteriori rialzi dei tassi di interesse da parte della Bce spingeranno in recessione altri Paesi europei oltre alla Germania, la cui crescita è già in territorio negativo. Per quanto riguarda la resilienza dell'inflazione, è naturale che l'aumento dei prezzi, una volta trasmesso all'insieme dell'economia dalle materie prime energetiche, non receda rapidamente. Ma, cosa apparentemente paradossale, questa resilienza potrebbe avere in qualche modo a che fare proprio con gli aumenti dei tassi d'interesse. In effetti, c'è una componente dei prezzi che è senz'altro correlata positivamente all'aumento dei tassi d'interesse, ed è il costo del capitale. L'incidenza degli interessi passivi nella struttura dei costi delle imprese manifatturiere, in Italia, non è molto dissimile dal costo dell'energia. È indubbio che per questa via la trasmissione della politica monetaria in certa misura contribuisca all'inflazione. In quale misura? Dipende dai settori: quelli vincenti, dotati di maggiore potere di mercato, neutralizzano questo maggiore costo scaricandolo sui consumatori e alimentando così la dinamica inflativa; quelli più deboli, che rischiano di perdere clienti e quote di mercato, lo subiscono quale un costo aggiuntivo che può ingenerare o aggravare situazioni di difficoltà dell'impresa (rendendo più verosimile l'ipotesi di passaggio del credito a Npl). La contrazione del credito già in atto, con un dato a maggio che evidenzia un -4,5% annuo degli impieghi vivi al settore produttivo, è probabilmente causata da un decremento sia dal lato della domanda di credito, che diminuisce per il suo maggior costo, sia dal lato dell'offerta, con banche più caute. Ovviamente, la stretta creditizia è uno dei principali obiettivi di ogni politica monetaria restrittiva. Ma questo rallenta gli investimenti e rende più plausibile una recessione. Al tempo stesso, con riferimento ai vincenti in grado di permettersi un aumento dei tassi d'interesse da pagare in quanto lo scaricano sui prezzi, la politica dei rialzi alimenta l'inflazione. In questo senso rialzi non ben calibrati possono avere contemporaneamente effetti recessivi e inflativi. Alla luce di questo, è possibile che già oggi sarebbe utile non un rialzo, ma un ribasso dei tassi d'interesse. (riproduzione riservata)

Franco Masera* e Vladimiro Giacché**

*Presidente di Ibi Banca
**Direttore Comunicazione e Studi Banca del Fucino

