

## Il parere dell'economista capo di Raiffeisen Autogol nella comunicazione



La trepidante attesa per l'imminente Campionato europeo di calcio 2024 cresce sempre più, ma il primo gol è già stato messo a segno ancor prima del calcio d'inizio. Tuttavia non è il caso di esultare, dato che si è trattato di un autogol da parte della Banca centrale europea (BCE), la quale ha abbassato per la prima volta da settembre

2019 i tassi d'interesse di riferimento, segnalando così che il problema dell'inflazione nella zona euro si è ridimensionato in misura considerevole. È stata una decisione presa al telefono, poiché non vi era alcun dubbio già in precedenza che a giugno la BCE avrebbe dato il via a una svolta al ribasso dei tassi d'interesse.

Anche perché il taglio ai tassi è una mossa che può essere giustificata oggettivamente. La bestia dell'inflazione non è stata ancora domata nell'Eurozona, ma la dinamica del rincaro dei prezzi si è marcata indebolita rispetto all'anno scorso. Ciononostante, questa decisione lascia un retrogusto piuttosto amarognolo, dato che mette in cattiva luce il modo di comunicare da parte della BCE, a cui può essere assegnato de facto un voto negativo. Christine Lagarde, la Presidente della Banca centrale europea, ha ribadito più volte che la prima riduzione dei tassi d'interesse dipendeva dall'evoluzione dei dati. Sottolineando ripetutamente come in una litania che ad essere fondamentali a tal proposito erano soprattutto i dati sull'andamento dei salari. Per questo motivo si è voluto procrastinare la decisione di avviare i tagli ai tassi d'interesse di riferimento specificatamente fino al mese di giugno, ossia al momento in cui sarebbero già stati disponibili importanti dati sugli accordi salariali del primo trimestre. Inoltre, ci si mostrava fiduciosi che i dati avrebbero indicato un ulteriore rallentamento della crescita dei salari. Tuttavia, le cifre in merito sono state pubblicate nella seconda metà del mese di maggio, ma non andavano affatto nella direzione auspicata né tanto meno corrispondevano alle aspettative dei guardiani monetari europei. Anziché segnalare un ulteriore rallentamento della dinamica dei salari, è emersa un'accelerazione della crescita dei salari minimi dal 4,5 percento al 4,7 percento, un elemento fondamentale della crescita salariale. Di conseguenza, in maniera alquanto sbrigativa la BCE si è affrettata a pubblicare un blog in cui spiegava perché i dati salariali, dal risultato inauspicato, non erano il criterio giusto da prendere in considerazione ai fini della politica monetaria e si è avvalsa di dati

sperimentali al fine di dimostrare che l'accelerazione della crescita dei dati salariali rappresentava probabilmente soltanto un'anomalia. Poco tempo dopo anche la prima stima dell'inflazione ha disatteso le aspettative nel mese di maggio. L'inflazione nell'Eurozona era infatti di nuovo aumentata passando dal 2,4 percento al 2,6 percento, come pure l'inflazione core corretta per le componenti volatili che è salita dal 2,7 percento al 2,9 percento. Se alle parole proferite fossero seguiti i fatti, la Banca centrale europea avrebbe dovuto rimandare coerentemente la riduzione dei tassi d'interesse. Tuttavia, dato che i mercati già in precedenza erano fortemente convinti di un prossimo taglio ai tassi di riferimento, la BCE non ha avuto altre alternative al fine di non diffondere incertezza e sconcertare ulteriormente i mercati. Se a giugno non fosse stata effettivamente effettuata una riduzione dei tassi d'interesse, per altro già da mesi integralmente scontata nei prezzi da parte dei mercati e a favore di cui si erano impegnati persino i sostenitori della linea dura del Consiglio direttivo della BCE, sarebbe stata considerata una reazione troppo affrettata che avrebbe potuto scatenare turbolenze sui mercati. Ed è proprio questo genere di turbolenze che teme più di tutto la BCE, in quanto potrebbero causare di nuovo una deriva incontrollata dei premi di rischio dei titoli di Stato e di conseguenza inasprire e aggravare la delicata problematica del debito di alcuni paesi europei.

La comunicazione infelice risulta in ultima analisi da una strategia di comunicazione che è stata ponderata in misura insufficiente. Non si può sottolineare incessantemente che la BCE prenderebbe le sue decisioni orientandosi ai risultati o in base ai dati, mentre i singoli membri del Consiglio direttivo anticipano in larga misura la direzione della prossima decisione sui tassi di riferimento. Prima della decisione di giugno, singoli membri del Consiglio direttivo, a prescindere che sedessero nei ranghi delle colombe o dei falchi, erano così unanimi in merito alla probabilità di un prossimo taglio ai tassi d'interesse che i mercati se l'aspettavano al 99 percento. Sebbene questo tipo di comunicazione è in grado di preparare al meglio i mercati per quanto attiene alle imminenti decisioni della BCE, un tale approccio non è più orientato ai risultati né tanto meno dipende più dai dati che vengono pubblicati. Pertanto, in questa procedura il conflitto è già programmato. E se per una volta i dati dovessero riservare sorprese, ci si troverebbe in un dilemma che ci si è autoinflitti, proprio come è accaduto con la recente decisione sui tassi. Inoltre, risulta davvero poco incoraggiante e non crea un clima di fiducia il fatto che la banca dati dei salari, di cui la BCE si avvale per liquidare la recente accelerazione dei salari

## Il parere dell'economista capo di Raiffeisen Autogol nella comunicazione

come un effetto straordinario, venga messa a disposizione del pubblico soltanto ad anno inoltrato. La credibilità nelle capacità analitiche degli economisti della Banca centrale europea era già stata gravemente compromessa nel 2022 a causa del fallimento colossale delle previsioni relative all'inflazione e dei modelli di inflazione della BCE, e di conseguenza le manovre poco trasparenti con dati sperimentali non fanno altro che alimentare oltremodo lo scetticismo.

E ora che cosa succederà? Quale sarà la prossima mossa? Gli economisti stessi della BCE ribadiscono ed evidenziano che la crescita dei salari dovrebbe rimanere relativamente elevata ed estremamente altalenante. L'evoluzione dei salari è rilevante poiché l'incremento dei salari provoca a medio termine un aumento dei prezzi dei servizi, i quali a loro volta sono i principali responsabili della pressione sui prezzi interni. Dopo che l'inflazione dei prezzi delle merci, che all'inizio dominava l'inflazione complessiva, si è nuovamente calmata, i dati sull'inflazione sono ora determinati principalmente dalla pressione sui prezzi interni. Per questo motivo, la Banca centrale europea tiene sotto controllo con particolare attenzione la dinamica dei salari. Anche all'interno della crescita dei salari si constata una rotazione nel tempo. Se all'inizio dell'incremento dell'inflazione la crescita dei salari era plasmata perlopiù da supplementi

salariali individuali, con i quali i datori di lavoro volevano compensare almeno in parte i collaboratori per l'inflazione inaspettatamente elevata, nel frattempo sono invece le compensazioni contrattate dai sindacati a rappresentare la maggior parte dell'inflazione dei salari. E quest'ultima si colloca a un livello scomodamente alto, il che significa probabilmente che la crescita dei salari dovrebbe mantenere l'inflazione ostinatamente elevata ancora per un po' di tempo, almeno per ora che l'economia europea si sta avviando verso una fragile ripresa. Pertanto, questa prima riduzione dei tassi d'interesse non gioverà a molto, né porterà a grandi risultati. È invece probabile che questa manovra anticipata sui tassi d'interesse costringerà la BCE a marciare sul posto nei prossimi mesi. Basti pensare che soltanto un giorno dopo la svolta sui tassi d'interesse, Christine Lagarde si è esibita in un'altra piroetta in termini di comunicazione, considerato che la massima guardiana della stabilità dei prezzi ha annunciato in un articolo d'opinione che l'inflazione rimarrà elevata ancora a lungo.

**Fredy Hasenmaile,  
economista capo di Raiffeisen**

### Importanti note legali

#### Nessuna consultazione

Questa presentazione ha finalità pubblicitarie e informative generali e non è riferita alla situazione individuale del destinatario. Non costituisce una consulenza, né una raccomandazione, un'offerta o simili e non sostituisce in alcun modo una consulenza, né un'analisi completa e dettagliate. Gli esempi e le indicazioni menzionati hanno carattere generale e possono presentare scostamenti a seconda dei casi. Il destinatario rimane direttamente responsabile di richiedere i necessari chiarimenti, di effettuare le necessarie verifiche e di consultare gli specialisti (ad es. consulente fiscale, assicurativo o legale).

#### Nota sulle dichiarazioni previsionali

La presente pubblicazione contiene dichiarazioni previsionali che rispecchiano stime, ipotesi e previsioni di Raiffeisen Svizzera società cooperativa al momento della redazione della pubblicazione stessa. A seguito di rischi, incertezze e altri fattori rilevanti, i risultati futuri possono divergere in misura considerevole dalle dichiarazioni previsionali. Raiffeisen Svizzera società cooperativa non è tenuta ad aggiornare le dichiarazioni previsionali della presente pubblicazione.

#### Esclusione di responsabilità

Raiffeisen Svizzera intraprenderà tutte le azioni opportune atte a garantire l'affidabilità dei dati presentati. Raiffeisen Svizzera non fornisce tuttavia alcuna garanzia relativamente all'attualità, all'esattezza e alla completezza delle informazioni contenute in questa pubblicazione.

Raiffeisen Svizzera non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite o danni (diretti, indiretti e consecutivi), causati dalla distribuzione della presente pubblicazione o dal suo contenuto oppure legati alla sua distribuzione. In particolare, non si assume alcuna responsabilità per le perdite derivanti dai rischi intrinseci ai mercati finanziari.

Per quanto riguarda i dati di performance indicati si tratta di dati storici, da cui non è possibile ricavare l'andamento attuale o futuro.

#### Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria

La presente pubblicazione non è il risultato di un'analisi finanziaria. Le «Direttive per la salvaguardia dell'indipendenza dell'analisi finanziaria» dell'Associazione Svizzera dei Banchieri (ASB) non trovano pertanto applicazione in questa pubblicazione.

Senza l'approvazione scritta di Raiffeisen, questa presentazione non può essere riprodotta e/o inoltrata né parzialmente né nella sua forma completa.