

**Le vie della ripresa**  
LE MOSSE DELL'EUROTOWER

**I temi sul tavolo**

L'inflazione al di sotto del target del 2% e l'euro forte tra gli argomenti dei fautori di un taglio dei tassi

**I tempi dell'intervento**

Il mese prossimo l'istituto avrà elaborato le stime sui prezzi, utili per decidere

# Spettro deflazione sul consiglio Bce

## Crescono le pressioni per un allentamento tra oggi e la riunione di dicembre

**Alessandro Merli**

FRANCOFORTE. Dal nostro corrispondente

Il consiglio di oggi della Banca centrale europea si troverà probabilmente ancora una volta spaccato sul taglio dei tassi d'interesse, come già era avvenuto il mese scorso, per ammissione dello stesso presidente Mario Draghi. La maggior parte degli osservatori di mercato non si aspetta però che si formi una maggioranza per agire già da oggi.

Le voci, all'interno dell'organo di governo della Bce, di chi chiede un allentamento della politica monetaria saranno rafforzate soprattutto dal dato dell'inflazione nell'eurozona, uscita la scorsa settimana, e che la colloca allo 0,7% cioè meno della metà dell'obiettivo dell'Eurotower di tenerla «sotto, ma vicino al 2%». Anche se Draghi ha sempre negato che l'area dell'euro si stia avviando verso una situazione di deflazione, certamente i pericoli sono cresciuti, negli ultimi mesi, di un'evoluzione verso la "sindrome giapponese" che potrebbe portare a un "decennio perduto" di stagnazione. Il quadro di una ripresa molto debole (evidenziato da una disoccupazione al livello record del 12,2%) è stato confermato ieri dal dato sulle vendite al dettaglio di set-

tembre, che hanno registrato un calo rispetto ad agosto dello 0,6%, sottolineando ancora una volta che la domanda interna e in particolare i consumi faticano a fare da propulsore della crescita. Il balzo degli ordini all'industria tedesca (+3,3%), anch'esso comunicato ieri, è legato all'export fuori dall'eurozona, in particolare di beni di grande importo (aerei), ed è notoriamente volatile, quindi meno rilevante per le scelte di politica monetaria. L'indice Pmi diffuso ieri ha mostrato anche le continue divergenze fra la Germania da una lato e l'Italia e la Spagna dall'altro.

L'euro forte è un motivo di particolare preoccupazione, come ha sottolineato nei giorni scorsi anche un ex banchiere centrale di lungo corso, come il ministro dell'Economia, Fabrizio Saccomanni, in quanto può esercitare un'ulteriore pressione al ribasso sui prezzi. Il suo rialzo si è interrotto nei giorni scorsi solo quando i mercati si sono convinti per qualche giorno, dopo la pubblicazione del dato sull'inflazione, che la Bce avrebbe potuto agire sui tassi.

Se verrà presa la decisione di non tagliare i tassi dall'attuale minimo dello 0,5%, sarà meno agevole in questa occasione per Draghi giustificarla, se non mettendo l'accento sul fatto che il

brusco calo dell'inflazione, ben oltre le aspettative, potrebbe essere un fenomeno temporaneo. La stabilità dei prezzi è consacrata nel Trattato che istituisce la Bce, chiamata a impedirne eccessivi rialzi, ma anche eccessivi ribassi. «L'inflazione è chiaramente non in linea con l'obiettivo», ha detto il commissario europeo Olli Rehn, presentando il ridimensionamento delle previsioni di crescita. Gli interventi esterni, soprattutto dei politici, peraltro non hanno sempre avuto l'effetto sperato su un'istituzione gelosa della sua indipendenza.

Anche l'inflazione di base (che esclude elementi più volatili come l'energia e i prezzi alimentari) è allo 0,8% e in calo oltre le aspettative. L'attenzione dei mercati finanziari sarà concentrata sui commenti del presidente nella conferenza stampa che segue la riunione di consiglio, per individuare i segnali di un possibile taglio nel mese di dicembre, quando la Bce produrrà a sua volta le previsioni di inflazione, che verranno con ogni probabilità ritoccate all'ingiù. L'Eurotower non guarda nelle sue valutazioni all'ultimo dato, ma alle prospettive del medio periodo, le quali per la verità si sono anch'esse orientate al ribasso negli ultimi mesi.

Sicuramente pesa nelle deci-

sioni del consiglio della Bce il fatto che a questi livelli c'è lo spazio per non più di uno o due tagli dei tassi e che quindi le cartucce "convenzionali" si stanno esaurendo, anche se Draghi e i suoi colleghi hanno ripetuto in più occasioni che l'Eurotower ha numerose armi nel proprio arsenale. Appare meno urgente una nuova fornitura di liquidità, dato che le banche stanno rimborsando le due Ltro realizzate a cavallo del 2011-2012, anche in vista della verifica sui loro bilanci che la stessa Bce effettuerà nei prossimi mesi. Molti economisti di mercato ritengono che è più probabile che nuove iniezioni di liquidità, magari a tasso variabile, possano arrivare nel primo trimestre del 2014. Cominciano a essere dibattute a livello tecnico altre opzioni, indicate sia dagli economisti di Commerzbank sia di Morgan Stanley, come la possibilità di non riassorbire la liquidità creata dagli acquisti di debito pubblico compiuti in base al programma Smp (188 miliardi di euro) oppure di abbassare la riserva obbligatoria.

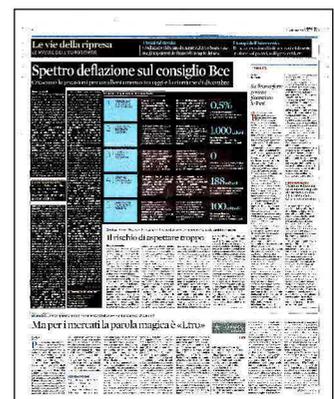
© RIPRODUZIONE RISERVATA

**APPROFONDIMENTO ON LINE**

La Gecia entra in deflazione ma la Ue precisa: Atene è un caso particolare di Vittorio Da Rold  
[www.ilsole24ore.com](http://www.ilsole24ore.com)

**IL NODO DELLA LIQUIDITÀ**

Anche se iniezioni immediate appaiono meno urgenti, si valutano nuove opzioni per garantire più disponibilità al sistema creditizio



## Le armi a disposizione di Francoforte

### 1 RIDUZIONE DEL COSTO DEL DENARO

Il tasso di riferimento della Banca centrale europea è attualmente allo 0,5%, il livello a cui è stato portato nella riunione del 2 maggio scorso, dopo nove mesi in cui era rimasto fermo allo 0,75 per cento. Mario Draghi potrebbe

decidere di abbassare il costo del denaro di altri 25 punti base, anche se la maggior parte degli economisti ritiene che una decisione di questo tipo, se mai ci sarà, non verrà presa prima della riunione di dicembre della Banca centrale europea

# 0,5%

**Il tasso di riferimento**  
L'attuale livello del costo del denaro è il minimo storico per la Bce

### 2 UNA TERZA TORNATA DI LTRO

La Bce potrebbe estendere e potenziare le Long term financing operation (piani di rifinanziamento a lungo termine), aste di liquidità con le quali concede prestiti alle banche. Ne ha già effettuate due tra fine 2011 e inizio 2012,

quando molte banche rischiavano il soffocamento per mancanza di liquidità; il 22 dicembre 2011 furono concessi 489,2 miliardi a 523 istituti bancari, il 29 febbraio 2012 529,5 miliardi a 800 banche

# 1.000 miliardi

**Le prime due Ltro**  
I prestiti fin qui concessi dalla Bce hanno una durata di tre anni

### 3 DEPOSITI A TASSI NEGATIVI

Un'altra mossa a cui la Banca centrale europea potrebbe ricorrere - per quanto appaia al momento poco probabile - sarebbe fissare tassi negativi sui depositi che la Bce custodisce per conto degli istituti di credito, in modo da

spingerli a mettere in circolazione capitali (anziché tenerli parzialmente) stimolando in questo modo la crescita, che in tutta l'Eurozona continua a essere stentata. Attualmente i tassi sui depositi presso l'Eurotower sono a zero

# 0

**I tassi sui depositi presso la Bce**  
Tassi negativi potrebbero indurre le banche a far circolare più denaro

### 4 STOP AL DRENAGGIO TITOLI SMP

Il membro del board della Banca centrale europea Jörg Asmussen ha suggerito due altre possibili azioni da parte della Bce, entrambe finalizzate ad aumentare la liquidità in circolazione. La prima consisterebbe

nell'annullamento da parte dell'Eurotower delle operazioni settimanali di sterilizzazione dei titoli di debito pubblico all'interno del programma Smp, varato dalla Bce per aiutare i Paesi in difficoltà e chiuso nel settembre 2012

# 188 miliardi

**La liquidità iniettata nel sistema**  
Il calcolo è stato effettuato dagli economisti di Commerzbank

### 5 ABBASSARE LA RISERVA MINIMA

La seconda opzione a cui, secondo Asmussen, la Bce potrebbe ricorrere è una riduzione dell'1% della riserva minima obbligatoria, una percentuale dei depositi, titoli di debito e titoli del mercato monetario con scadenza

inferiore ai due anni che gli istituti devono depositare presso la banca centrale. Dal gennaio 2012 la riserva obbligatoria è stata già ridotta all'1%, l'abbassamento di un punto libererebbe ulteriore liquidità

# 100 miliardi

**Le risorse liberate**  
Le stime degli effetti in termini di liquidità sono di Commerzbank