

**CONGIUNTURA****MENO RISCHI UE  
DI UNA SPIRALE  
PREZZI-SALARI**di **Marcello Minenna**

Le stime preliminari Eurostat per il mese di febbraio indicano un rallentamento nel percorso di discesa dell'inflazione nell'area euro. Su base annua la variazione percentuale dell'indice generale armonizzato dei prezzi al consumo (HICP headline) è stata dell'8,5%, in calo di appena lo 0,1% rispetto a gennaio che

invece aveva segnato una riduzione di quasi l'1% sul mese precedente.

Il dato preliminare di febbraio contiene novità interessanti. Stavolta il driver principale non è più l'inflazione energetica (scesa al 13,7% annuo contro il 18,9% di gennaio), bensì quella sui beni alimentari (+15% includendo alcol e tabacchi).

**CONGIUNTURA****SPIRALE PREZZI-SALARI MENO PROBABILE NELLA UE**

Inoltre, il ritmo di crescita dei prezzi ha accelerato anche per i servizi e i beni industriali non energetici, raggiungendo rispettivamente il 6,8 e il 4,8 per cento.

Coerentemente, l'inflazione core (quella che fotografa le componenti meno volatili del paniere) è salita al 5,6%, record assoluto da quando esiste l'euro. Non è un'anomalia: tipicamente i rincari sull'energia ci mettono un po' di tempo a essere incorporati nei prezzi degli altri beni e dei servizi.

Sull'inflazione headline il quadro dovrebbe migliorare già da questo mese (anche grazie all'effetto-base) per lasciare spazio a una disinflazione più decisa nella seconda parte dell'anno, quando dovrebbe dissiparsi l'effetto di trasmissione dall'energia ai prezzi degli altri beni e servizi.

Nel breve termine però c'è il rischio che l'inflazione core si mantenga su livelli molto alti e per questo motivo Francoforte non sembra intenzionata a frenare i rialzi dei tassi d'interesse. Per giovedì prossimo i mercati hanno

già scontato un altro aumento di 50 punti base che porterà il tasso di deposito al 3% e quasi certamente non sarà l'ultimo da qui a giugno. Molti analisti hanno alzato al 4% la loro stima del tasso terminale, cioè il valore massimo che il tasso di deposito raggiungerà nell'attuale ciclo di rialzi. In più, una volta raggiunto questo livello (fine 2023/inizi 2024), i tassi potrebbero restare su livelli elevati più a lungo di quanto inizialmente preventivato.


Tutto ciò non sarà indolore per i Paesi ad alto debito, come il nostro. Verso fine anno il rendimento sui titoli di Stato decennali italiani e greci potrebbe girare intorno al 6% e intorno al 5% su quelli spagnoli e portoghesi. Se poi il picco inflattivo dovesse rientrare già nel medio termine e invece i tassi restassero alti a lungo, i Paesi più indebitati potrebbero trovarsi a dover rifinanziare il debito in scadenza a tassi d'interesse reali proibitivi.

Il persistere di condizioni finanziarie restrittive potrebbe inoltre deprimere eccessivamente la domanda aggregata nell'Eurozona

dove – diversamente che negli Stati Uniti – l'inflazione elevata non è figlia di un'economia surriscaldata bensì essenzialmente di shock negativi dal lato dell'offerta. Anche le recenti pressioni salariali sono abbastanza contenute e non sembrano segnalare un mercato del lavoro in buona salute come quello statunitense. Per farsi un'idea basta pensare che negli Usa il costo del lavoro cresce di circa il 5% l'anno, mentre nella nostra area valutaria l'ultimo dato disponibile (3° trimestre 2022) indica una crescita annua sotto il 3 per cento.

Il rischio di spirali prezzi-salari appare insomma assai più contenuto che oltreoceano e rende meno giustificata una politica monetaria molto restrittiva come quella portata avanti dalla Fed. La speranza è che anche a Francoforte se ne rendano conto e valutino di conseguenza le prossime mosse.

Economista

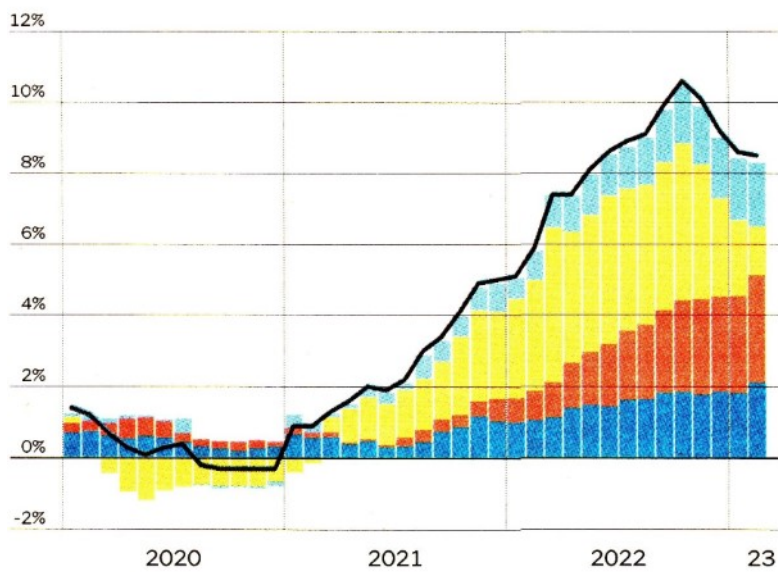
 @MarcelloMinenna

© RIPRODUZIONE RISERVATA

### Area Euro - Tasso di inflazione annuale

Decomposizione per categoria di beni

— INDICE HICP ■ SERVIZI ■ BENI ALIMENTARI ■ ENERGIA ■ BENI INDUSTRIALI\*



(\*) Esclusa energia. Fonte: elaborazioni dell'Autore su dati Eurostat