



Pasquale Diana
Head of Macro Research
Pasquale.diana@acomea.it

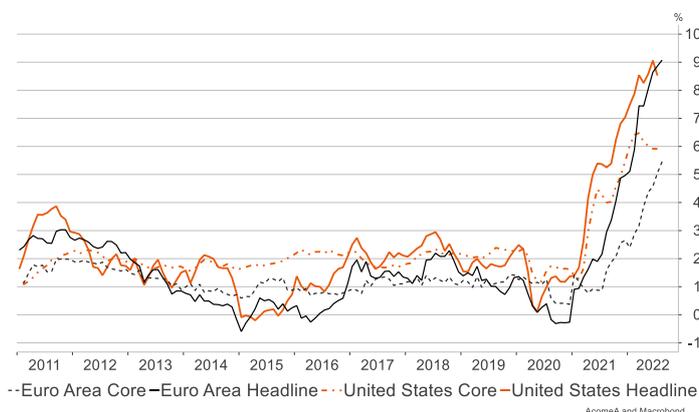
LA BCE COMBATTE L'INFLAZIONE: TASSI OLTRE IL LIVELLO NEUTRALE NEL 2023?

BCE: inflazione rivista al rialzo

	Forecast Round	GDP	HICP	HICP ex energy and food
2022	Mar	3.7	5.1	2.6
	Jun	2.8	6.8	3.3
	Sep	3.1	8.1	3.9
2023	Mar	2.8	2.1	1.8
	Jun	2.1	3.5	2.8
	Sep	0.9	5.5	3.4
2024	Mar	1.6	1.9	1.9
	Jun	2.1	2.1	2.3
	Sep	1.9	2.3	2.3

Fonte: BCE

Inflazione in eurozona vs US

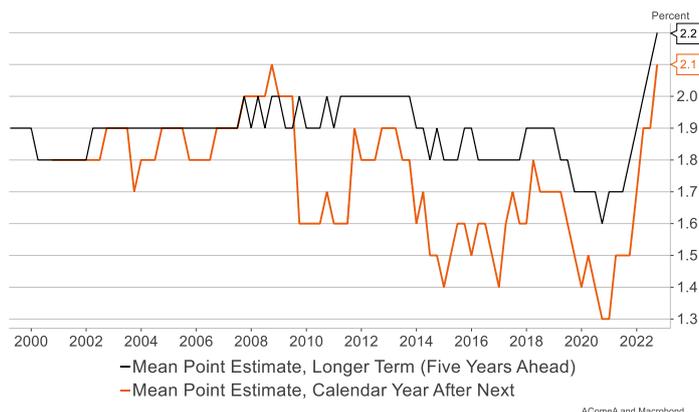


Un rialzo storico... La BCE ha annunciato un rialzo dei tassi di 75bp, il più corposo della sua storia. Il tasso sui depositi (0,75%) è quindi tornato in territorio positivo per la prima volta dal 2014. Il mercato era diviso tra un rialzo di 50bp e uno di 75bp, anche se dopo le parole di Schnabel a Jackson Hole la seconda opzione sembrava francamente più probabile. Le nuove previsioni macroeconomiche mostrano un profilo di inflazione molto elevato (vd tabella). In particolare, la revisione dell'HICP nel 2023 e 2024 indica uno scostamento rispetto all'obiettivo di inflazione che va ben oltre il momento presente e che la BCE non può ignorare.

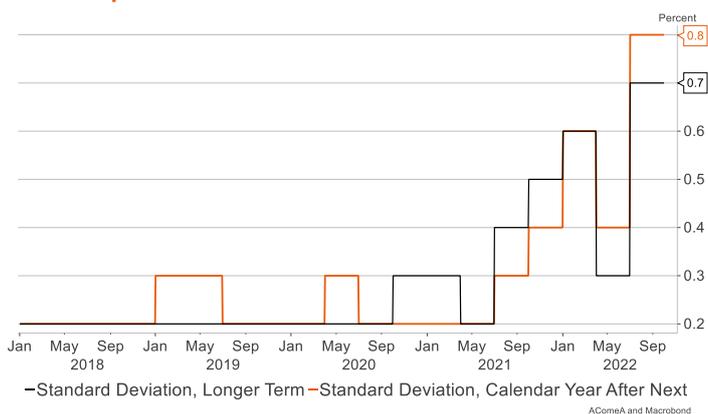
...con ogni probabilità seguito da altri rialzi. Il comunicato parla del forte rialzo di oggi come di un anticipo (*frontloading*) di rialzi futuri, ma anche di ulteriori rialzi nei mesi a venire. L'interpretazione più plausibile è che la BCE non considera rialzi di 75bp come "standard", ma di certo si aspetta di continuare su questo percorso, magari con rialzi più moderati (25bp o 50bp). Detto questo la Lagarde ha *chiaramente* lasciato intendere che altri rialzi significativi sono possibili nei mesi a venire, se necessari. La BCE deciderà di volta in volta in base ai dati.

Rischi allo scenario base: meno crescita, più inflazione. Rispetto allo scenario macroeconomico di base, la BCE vede i rischi sulla crescita spostati al ribasso nel caso in cui razionamento di energia fosse necessario. I rischi sull'inflazione invece sono al rialzo,

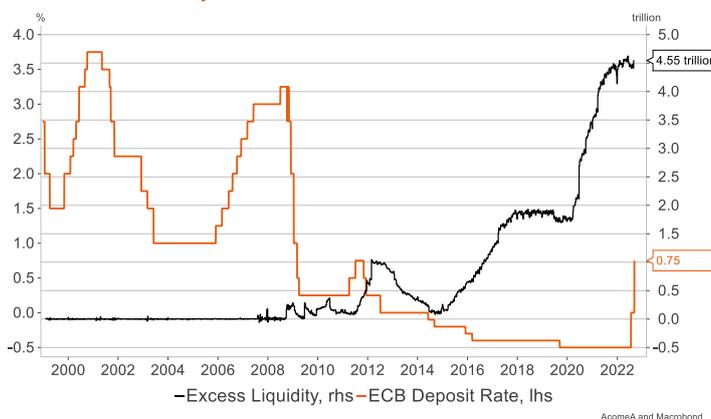
Aspettative su inflazione eurozona sono salite...



...e sono più incerte...



BCE: Tassi vs liquidità in eccesso



principalmente a causa dei prezzi energetici e delle dinamiche salariali, oltre che ad aspettative di inflazione in rialzo.

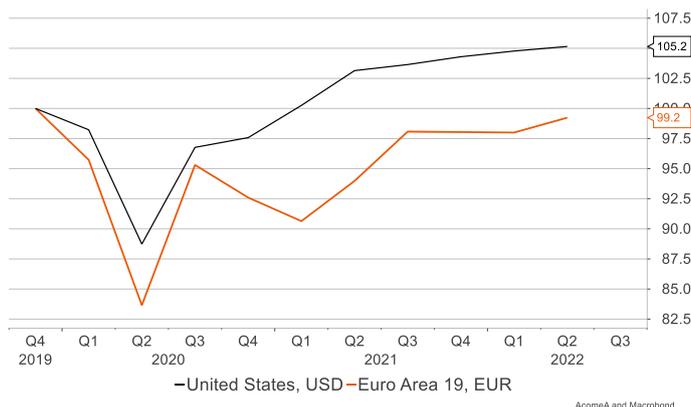
Decisione unanime, tono della press conference chiaramente hawkish. In uno dei passaggi più interessanti della conferenza stampa, la Lagarde ha detto che dopo un dibattito sostenuto, la BCE ha preso questa decisione in forma unanime. La Lagarde ha fatto spesso riferimento al fatto che ai tassi attuali la BCE è ancora lontana da un livello che porterebbe l’inflazione al *target* in tempi ragionevoli. Tra le linee, la mia lettura è che la BCE porterà i tassi non solo a un livello “neutrale” (tra 1 e 2%) ma anche oltre.

Una “finestra temporale”: 2-4 meetings? Nel Q+A, la Lagarde ha menzionato che la BCE avrebbe alzato i tassi probabilmente in più di 2 meetings e in meno di 5. Questo appare abbastanza inusuale, specialmente alla luce del fatto che la BCE non vuol dare *forward guidance*. Preso alla lettera, vuol dire che la BCE vuole portare a termine il suo lavoro di normalizzazione entro marzo 2023. Una possibile spiegazione sta nel fatto che entro quella data il quadro macro vedrà l’eurozona chiaramente in recessione quindi la BCE sa che ulteriori rialzi saranno difficili.

La BCE agirà con decisione, ma non può fare tutto da sola. Ben vengano interventi governativi. In una conferenza stampa dominata dal tema inflazione, può aver destato qualche perplessità il fatto che la Lagarde ha sottolineato che la BCE non può far molto per fronteggiare l’inflazione da costi energetici, e quindi il ruolo dei governi è molto importante. La conclusione è che il summit UE sull’energia di domani giunge in un momento quantomai opportuno.

Liquidità e banche. La BCE ha inoltre sospeso il sistema a due livelli per la remunerazione delle

Livello consumi delle famiglie, 4Q19=100



riserve in eccesso. Questo implica ad esempio che le banche che depositano riserve in eccesso pari a poco meno di 4 trilioni di EUR presso la BCE possono ora beneficiare di un tasso di 0,75%, essendosi finanziate a tassi vantaggiosi nelle TLTROs. Questo chiaramente rappresenta *risk-free income* aggiuntivo per le banche, anche se la Lagarde ha aggiunto che la BCE intende rivedere il meccanismo del TLTRO nel tempo, senza dare per ora dettagli.

Un messaggio un po' ambiguo in alcune parti, ma la direzione è chiara.

La BCE continua a sostenere che l'inflazione in eurozona è *fondamentalmente* diversa da quella in US, ovvero più legata all'offerta che alla domanda. Detto questo, il fatto che le previsioni siano così lontane dal target del 2% nei prossimi due anni non lascia margine di manovra alla BCE. In linea con quanto sostenuto dalla Schnabel a Jackson Hole, un'inflazione così elevata richiede una risposta forte, indipendentemente dal fatto che venga dal lato domanda o offerta: questa è la posizione attuale della BCE.

Il tutto lascia pensare che la BCE alzerà i tassi in ognuno dei prossimi meetings.

La banca non parla esplicitamente di un livello neutrale dei tassi, ma sa di non esserci ancora vicina. Sa inoltre che potrebbe dover portare i tassi *oltre* questo livello neutrale. E, infine, lascia intendere di voler concludere il tutto entro marzo 2023. In un ipotetico scenario di rialzi di 75bp a ottobre, 50bp a dicembre e 25bp a febbraio e marzo, il tasso sui depositi passerebbe a 2,50%, probabilmente in area restrittiva stando alle stime non ufficiali della BCE. Almeno per i prossimi mesi, e fino a che l'inflazione non comincia a dare concreti segnali di rallentamento, la BCE continuerà con ogni probabilità a restringere le condizioni monetarie, senza troppo riguardo per la crescita.