



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

BCE: UN RIALZO PIU' CONTENUTO MA NESSUN PIVOT. TASSI OLTRE IL 3% NEL 2023?

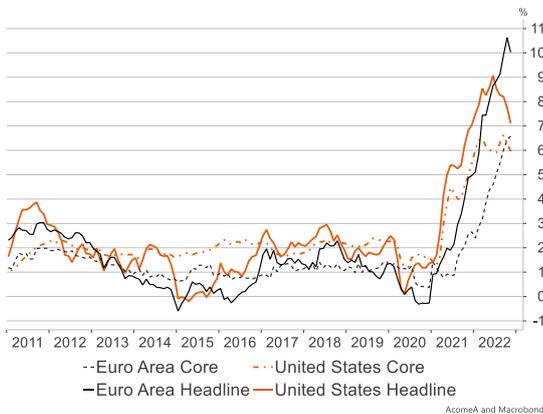
BCE: previsioni molto "hawkish"

	Forecast Round	GDP	HICP	HICP ex energy and food
2022	Jun	2.8	6.8	3.3
	Sep	3.1	8.1	3.9
	Dec	3.4	8.4	3.9
2023	Jun	2.1	3.5	2.8
	Sep	0.9	5.5	3.4
	Dec	0.5	6.3	4.2
2024	Jun	2.1	2.1	2.3
	Sep	1.9	2.3	2.3
	Dec	1.9	3.4	2.8
2025	Jun			
	Sep			
	Dec	1.8	2.3	2.4

Fonte: BCE

La BCE rallenta il passo ma inasprisce il tono. In linea con le attese, la BCE ha alzato di 50bp i tre tassi di riferimento, portando il tasso sui depositi al 2%. Questo è un rialzo più contenuto dei due precedenti (+75bp), ma ciò non deve far pensare a una svolta della BCE verso posizioni più *dovish*. Al contrario, il comunicato menziona che i tassi devono ancora "aumentare in misura significativa a un ritmo costante". Inoltre, dovranno rimanere su livelli restrittivi per far diminuire nel corso del tempo i rischi di un aumento delle aspettative d'inflazione. Questo tono appare senz'altro più aggressivo rispetto a quello di ottobre.

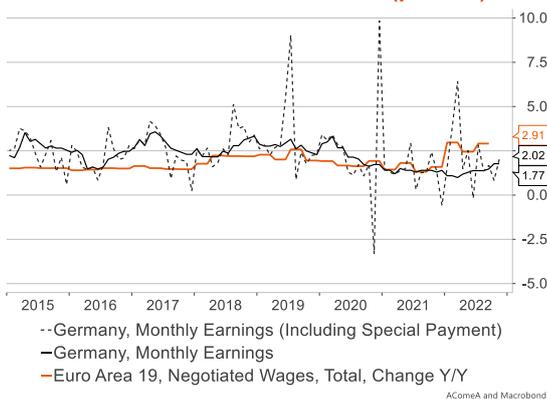
Inflazione in eurozona vs US



AcomeA and Macrobond

QT "passivo" inizia a marzo 2023. A partire da marzo 2023, la BCE ridurrà il portafoglio dell'APP di 15 mld al mese reinvestendo solo parte del capitale rimborsato sui titoli in scadenza. Questo ritmo di 15 mld al mese durerà fino a giugno 2023 e verrà poi rivisto nel tempo. 15 mld rappresenta circa il 50% delle scadenze mensili. Tutto sommato, questo era nelle attese.

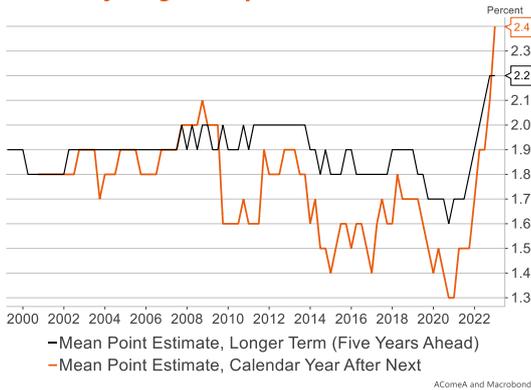
Dinamiche salariali sotto controllo (per ora)



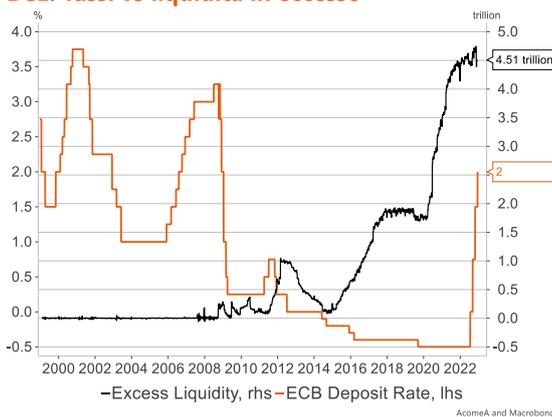
AcomeA and Macrobond

Le nuove previsioni: un messaggio chiaramente hawkish. Le nuove previsioni macro rappresentano la parte più *hawkish* del messaggio della BCE di oggi. In particolare (vd. tabella) le previsioni sull'inflazione sono state riviste al rialzo in maniera significativa, anche a fronte di una revisione al ribasso della crescita. Colpisce in maniera particolare il fatto che la BCE veda l'inflazione ancora ben oltre il 3% nel 2024, e che non vi sia nessuna convergenza al 2% nel 2025. Addirittura, l'inflazione *core* rimane al 2,4% in media nel 2025, ovvero nel medio periodo. Inoltre, i rischi rimangono nella direzione di un'inflazione ancora più elevata, secondo la Lagarde. Questo spiega come mai la BCE veda la necessità di un inasprimento delle condizioni monetarie.

ECB Survey: salgono aspettative analisti su HICP



BCE: Tassi vs liquidità in eccesso



La Lagarde non è d'accordo con il *market pricing*. Nel corso della conferenza stampa, la Lagarde ha chiarito e – ove necessario – rafforzato il messaggio del comunicato. In particolare, ha chiaramente detto che ci attende un periodo di rialzi di 50bp e che il mercato al momento non sta prezzando un ciclo di rialzi coerente con quello che la BCE deve fare per portare l'inflazione al 2%. Addirittura, la Lagarde ha aggiunto che la BCE ha più strada da fare rispetto alla Fed sul fronte dei rialzi dei tassi. Infine, ha posto molta enfasi sul fatto che i tassi rimarranno elevati a un livello restrittivo per favorire la discesa dell'inflazione. In altre parole, la BCE pensa che anche dopo aver alzato i tassi più di quanto si attenda il mercato eventuali tagli dovranno attendere.

Che sta succedendo all'interno della BCE? Appare ragionevole pensare che la BCE sia meno unita al suo interno che nei mesi scorsi, adesso che il tasso sui depositi è salito dal -0,50% al 2%, un livello già restrittivo e destinato a salire ancora di più. Infatti, la Lagarde ha indicato che la decisione di oggi ha ricevuto ampio supporto ma non è stata unanime. Un rialzo di 50bp (invece che 75bp) ma con un tono chiaramente *hawkish* è stato probabilmente un compromesso accettabile per il Consiglio.

Oltre il 3%? Appare quanto mai probabile che alla luce del messaggio di oggi molti osservatori dovranno rivedere al rialzo le proprie attese sui tassi, in gran parte a causa di una funzione di reazione della BCE chiaramente più *hawkish* delle attese. Un paio di rialzi di 50bp nei prossimi due meeting ad esempio – totalmente verosimile visto il tono di oggi – porterebbe il tasso sui depositi al 3% già a metà marzo. Non è escluso che la BCE vada anche oltre, a meno che l'inflazione di tipo *core* non inizi a rallentare chiaramente come sta facendo negli USA.