

## Bce concentrata sull'inflazione

Francoforte segnala l'uscita anticipata dal QE ma sembra voler indebolire il legame tra la fine del QE e l'inizio dei rialzi dei tassi

/ Stefano PIGNATELLI

L'atteggiamento decisamente più **restrittivo** del previsto da parte della Bce alla riunione di giovedì scorso ha condotto ad un forte rialzo dei tassi europei a cui si sono aggregati i tassi americani spinti dal dato sull'inflazione Usa salita ai massimi di 40 anni a 7,9% tendenziale in febbraio (seguì tassi e valute su [www.aritma.eu](http://www.aritma.eu)).

A dicembre la Bce aveva annunciato che il PEPP sarebbe terminato a marzo e che il QE (il programma standard di acquisti) avrebbe comprato 40 mld al mese nel secondo trimestre, per poi passare a 30 mld al mese nel terzo trimestre, e ritornare a 20 mld al mese da ottobre 2022 in poi. Giovedì la Bce ha confermato la fine del PEPP a marzo e annunciato una riduzione più rapida del QE (40 mld ad aprile, 30 mld a maggio, 20 mld a giugno), con una sua possibile fine nel **terzo trimestre**. In pratica, la Bce segnala l'uscita anticipata dal QE ma sembra voler indebolire il legame tra la fine del QE e l'inizio dei rialzi dei tassi. Fino al mese scorso la Bce sosteneva che il QE sarebbe terminato "poco prima" del primo rialzo dei tassi di interesse. Adesso, Francoforte dice che il primo rialzo dei tassi avverrà "qualche tempo dopo" la fine del QE, e sarà graduale.

Le nuove previsioni vedono un'**inflazione** più alta rispetto alle stime di dicembre nel 2022 (5.1% vs 3.2%), nel 2023 (2.1% vs 1.8%) e nel 2024 (1.9% vs 1.8%). La previsione di inflazione di tipo core nel medio periodo sale marginalmente anch'essa per avvicinarsi al target (1.8% nel 2023 e 1.9% nel 2024). La crescita è stata rivista al ribasso nel 2022 (3.7% vs 4.2%) e marginalmente nel 2023 (2.8% vs 2.9%), e nel 2024 è invariata al 1.6%. La Bce ha pubblicato altri due scenari alternativi, entrambi con crescita più bassa ma inflazione più alta nel breve periodo. In conclusione, se i rischi sull'inflazione sono al rialzo, i rischi dal lato della crescita sono al ribasso.

Francoforte ha indebolito il nesso tra la fine del QE e il rialzo dei tassi. Nella nuova forward guidance, infatti, possono passare poche settimane come pure diversi mesi tra la fine del QE e l'inizio di un ciclo di **rialzi dei tassi**. Con un'inflazione destinata a salire ulteriormen-

te nei mesi a venire, l'ipotesi più probabile è che il QE termini già nel terzo trimestre. Vista la nuova forward guidance, non è però detto che la Bce alzi i tassi già quest'anno. L'attenzione si sposta adesso su quali saranno le mosse della politica fiscale in Eurozona. Non è da escludere che la Bce possa in futuro riaprire le porte al QE per evitare che questo stimolo fiscale metta troppa pressione sui tassi. Al momento, però, la preoccupazione maggiore sembra essere l'inflazione contrariamente a quanto si attendevano i mercati.

Tutto ciò ha condotto ad un **netto rialzo** dei tassi di 30/35 cent. che sono tornati ai massimi di metà febbraio circa cioè prima dello scoppio della guerra. Il Bund 10 sale a 0,35% (era negativo 10 gg fa), l'Irs 10 si affaccia sopra l'1%; il Bond 10 Usa si porta ai massimi 2022 di 2,10%. Il Btp sale all'1,95% con lo spread fermo in area 160 bps. Identico rialzo sui tassi a breve.

### Variazioni sui tassi amplificate dall'andamento dell'avversione al rischio

Le variazioni sui tassi vengono amplificate dall'andamento dell'avversione al rischio: all'aumentare delle tensioni geopolitiche aumentano le vendite sull'azionario con acquisti sull'obbligazionario. Questo switch amplifica ma non determina la tendenza dei tassi; il punto cruciale in tal senso è che relazione manterranno i tassi con il quadro macro. Se la crescita subirà solo una contrazione nel corso dei prossimi trimestri, potremmo assistere ad un ulteriore rialzo dei tassi; se lo scenario scivolasse verso la stagflazione allora i tassi potrebbero bloccarsi se non scendere leggermente rispetto ai livelli attuali. Difficile nell'attuale contesto sapere verso quale scenario si stia andando: la prova di ciò è l'andamento del Bund che si muove in modo disinvolto tra -0,10% e + 0,35%. Se stiamo a guardare le proiezioni Bce del Pil 2022 (3,7%), l'impatto guerra e sanzioni appare modesto: sembrerebbe quindi esserci una maggior probabilità di assistere ad una tendenza rialzista sui rendimenti e tassi europei.