

Inflazione fulcro delle previsioni

L'economia europea si sta dimostrando più resiliente del previsto e la recessione sarà breve e lieve nei prossimi mesi

/ Stefano PIGNATELLI

Il 2022 ha visto un netto rialzo dei tassi di interesse, dell'inflazione (cpi Ue 2021 2,6%: 2022 8,4%; cpi Usa 2021 4,7%: 2022 8%) e un forte apprezzamento del dollaro. Pesanti le **perdite** sulle borse ed in particolare sui tech. I tassi di interesse hanno visto una notevole accelerazione nella seconda parte dell'anno quando si è capito che le banche centrali avrebbero inevitabilmente dovuto alzare i tassi per contrastare l'impennata dell'inflazione (seguì tassi e valute su www.aritma.eu).

L'**inflazione** è il fulcro delle previsioni. Le indicazioni finora disponibili lasciano propendere per uno scenario in cui la stabilità dei prezzi verrà riconquistata senza grandi perdite di produzione e con livelli dei tassi reali di interesse ancora contenuti. In generale l'inflazione scenderà marcatamente dal secondo semestre, lo strabiliante aumento globale dei prezzi energetici avvenuto nel 2022 si tramuterà in un potente fattore di disinflazione, sia direttamente sia attraverso le aspettative. L'allentamento delle pressioni inflazionistiche emerge nelle filiere produttive internazionali: i prezzi dei noli sono tornati ai livelli del 2020. È in calo la quota di imprese che aumentano i prezzi. La riduzione dei costi favorirà il rallentamento dei prezzi finali, compensando l'impatto inflazionistico del recupero di potere d'acquisto dei salari atteso nei prossimi anni.

Negli Stati Uniti per i beni core, il punto di svolta è alle spalle, grazie al **rallentamento** della domanda e all'aumento dell'offerta. Un rallentamento della crescita salariale e dell'eccesso di domanda di lavoro è indispensabile per un rientro dell'inflazione. Prevediamo l'inflazione generale in rientro: dal 7% calerà al 4% -5% tra marzo e aprile, sotto il 3% da luglio/agosto. Ipotizziamo un'inflazione media 2023 al 3-3,5%.

In Europa l'inflazione potrebbe aver svoltato, ma la discesa sarà lenta. A novembre, l'inflazione nell'area euro è calata per la prima volta da giugno 2021, al 10,1% dal 10,6% di ottobre che ha rappresentato un massimo da quando sono disponibili le serie storiche (la flash di dicembre appena comunicata è scesa a 9,2%: attese 9,6%). La flessione è imputabile alla **componente energia**, mentre le pressioni al rialzo sono ora legate alle componenti meno volatili (alimentari lavorati, servizi e beni industriali non energetici). Continua, infatti, il trend rialzista dell'inflazione core cresciuta al 5,2% a

dicembre dal 5% di novembre. Il rallentamento dell'indice generale sarà legato a effetti base favorevoli e alle misure anti-rincarì varate da numerosi governi nazionali. L'inflazione attendiamo possa calare al 5-6% a metà anno (estate) e appena sopra il 3% a fine 2023 ma un ritorno verso la soglia del 2% potrebbe essere molto lento. L'inflazione media 2023 potrebbe attestarsi tra il 5,5% e il 6%.

Il Pil Usa: la recessione prevista nel 2023 dovrebbe essere mite, con una Fed probabilmente più accomodante di quanto prometta ora. Il picco dei Fed Funds potrebbe essere al 5% nel 1° trimestre; tagli gradualì nel 2024. Nel corso del 2023 verrà meno l'**espansione dei consumi** (sostenuti dal reddito da lavoro e dal risparmio in eccesso accumulato durante la pandemia) e l'effetto ricostruzione delle scorte nonché lo smaltimento degli ordini inevasi. Come previsione Pil 2023 siamo in linea con la Fed (0,5% circa).

L'economia europea si sta dimostrando più resiliente del previsto e la recessione sarà breve e lieve nei prossimi mesi. La ripresa nel corso del 2023 sarà frenata dalla restrizione monetaria, dall'inflazione e dal rallentamento del ciclo globale. La politica fiscale dovrebbe invece farsi espansiva. Condividiamo le stime di Pil della Bce (+0,5% nel 2023) dopo il 3,3% stimato per l'anno 2022. La ripresa è attesa poi riaccelerare nel 2024.

La Bce alla riunione di dicembre ha sorpreso i mercati annunciando rialzi maggiori di quanto prevedevano i mercati. Plausibili aumenti da 50pb alle riunioni di febbraio e marzo 2023 con il PT al 3,50% dal 2,50% attuale.

In tal caso si tornerebbe a tassi reali positivi a fine anno. I tassi a lungo nel corso del 2023 non dovrebbero salire, anzi potrebbero scendere rispetto ai livelli dell'ultimo periodo (Bund 10 2,40%/2,50%; Irs 10 3%/3,10%).

La Bce ha anche anticipato a marzo l'avvio della riduzione del **portafoglio titoli**: i reinvestimenti saranno ridotti di 15 miliardi mensili in media fino a giugno. Il passo successivo sarà calibrato in base all'andamento dei mercati. Considerando che nel primo semestre saranno anche rimborsati fondi Tltro per oltre 1000 miliardi, nel corso del 2023 si prospetta un veloce calo dell'eccesso di liquidità che potrebbe accentuare la restrizione delle condizioni finanziarie.