

## BCE: le nostre attese per la riunione del 19 marzo

La guerra in Medio Oriente e l'impennata dei prezzi del petrolio rievocano l'esperienza più traumatica vissuta dalla BCE negli ultimi tempi: lo shock petrolifero del 2022. Prevediamo che la BCE si confermerà attendista nella riunione di settimana prossima, ma toni più aggressivi dovrebbero dimostrare che le memorie del 2022 sono ancora vivide.



ECB President Christine Lagarde in Italy last week

Non sappiamo se la Presidente della BCE Christine Lagarde abbia un'attrice preferita. Ma se la riunione della prossima settimana fosse un film di Hollywood, la protagonista sarebbe Jodie Foster – non nei panni di Clarice Starling ne "Il silenzio degli innocenti", ma in quelli della madre che si nasconde dai ladri in una panic room (nota in italiano anche come camera antipánico). Per la BCE, la guerra in Medio Oriente e [l'aumento dei prezzi dell'energia](#) sono gli intrusi che minacciano la "buona posizione" di Lagarde. La domanda chiave per la prossima settimana è cosa decideranno di fare Lagarde e il resto del Consiglio direttivo all'interno della loro panic room.



Jodie Foster in Panic Room: a mirror for an ECB bracing against geopolitical and energy price intruders

## BCE, la guerra in Medio Oriente chiude qualsiasi discussione su un taglio dei tassi

Quando la BCE si riunirà il 18 marzo, il contesto macroeconomico sarà notevolmente cambiato [rispetto all'ultima riunione](#). Con il conflitto in Medio Oriente, il rischio di un'inflazione sottostimata – e qualsiasi discussione su ulteriori tagli dei tassi – dovrebbe essere definitivamente escluso. Non è più realistico pensare che [un rafforzamento dell'euro possa spingere verso il basso le previsioni di inflazione della BCE](#) per un periodo prolungato, né che possa alimentare un dibattito sulla possibile sopravvalutazione dell'inflazione e sulle conseguenze che ciò avrebbe per la credibilità dell'Eurotower.

I prezzi del petrolio erano già in aumento e lo scoppio della guerra in Medio Oriente è probabilmente coinciso con la fine del periodo coperto dall'ultimo ciclo di previsioni della BCE. Ad ogni modo, i recenti movimenti di mercato hanno reso quelle proiezioni obsolete quasi immediatamente. Come tutti, la BCE deve basare i propri calcoli su una gamma di potenziali prezzi del petrolio. E in questo momento tutto è possibile. Potremmo vedere una breve fiammata dei prezzi con qualche problema alle catene di approvvigionamento, oppure una crisi energetica vera e propria. La grande domanda per la BCE non è più, quindi, come reagire a un'inflazione al di sotto delle aspettative, ma piuttosto come reagire a un altro shock del prezzo del petrolio.

Affrontare gli shock dei prezzi del petrolio è stata una sfida importante per le banche centrali di tutto il mondo fin dagli anni '70. Nel caso della BCE, il modo in cui reagire agli shock dei prezzi del petrolio si è chiaramente evoluto negli ultimi 25 anni.

**Fase 1 (1999-2004): "Non rifare gli errori degli anni '70".** Quando la BCE fu istituita, i prezzi del petrolio avevano appena toccato il minimo degli ultimi due decenni, ma stavano iniziando a salire.

All'epoca, gli shock petroliferi venivano trattati come eventi esogeni determinati solo dall'offerta. Ciò che contava era la risposta interna, in particolare in termini di salari e aspettative di inflazione, e non tanto la fonte dello shock. Per la BCE, reagire agli shock petroliferi significava prevenire gli effetti successivi e una potenziale spirale inflativa.

**Fase 2 (2004-2008): "È la fonte che conta".** Verso la metà degli anni 2000, l'approccio della BCE divenne più sofisticato, distinguendo tra (1) effetti diretti sui prezzi al consumo e sul reddito disponibile, (2) effetti indiretti dati dalla trasmissione dei maggiori costi di produzione e (3) l'importanza cruciale di evitare effetti successivi attraverso "reazioni salariali appropriate". Questa distinzione tripartita divenne il vocabolario analitico standard della BCE per gli shock del prezzo del petrolio. La BCE iniziò anche a prestare attenzione alla fonte delle oscillazioni del prezzo del petrolio. Gli shock del prezzo del petrolio guidati dalla domanda, agli occhi della BCE, richiedevano una reazione molto più aggressiva rispetto agli shock guidati dall'offerta. Tuttavia, nemmeno questa distinzione impedì alla BCE di commettere errori. Nel 2008, la BCE, sotto la presidenza di Jean-Claude Trichet, aumentò i tassi, nel tentativo di evitare effetti di secondo impatto, ma lo fece nel pieno della crisi finanziaria. Una mossa che dovette essere corretta solo pochi mesi dopo.

**Fase 3 (2010-2020): "La strategia è guardare oltre".** Negli anni 2010, la visione della BCE su come reagire agli shock dei prezzi del petrolio ha cambiato direzione. Sulla base di studi accademici, ma anche di episodi deflazionistici o disinflazionistici, non solo la BCE, ma anche molte importanti banche centrali hanno iniziato a guardare oltre gli shock dei prezzi del petrolio, concentrandosi sull'inflazione di fondo e sulle aspettative di inflazione. Il ragionamento era semplice: gli shock dei prezzi del petrolio erano storicamente di breve durata e un inasprimento delle politiche monetarie in risposta avrebbe probabilmente spinto al ribasso la domanda e l'inflazione proprio mentre lo shock si stava già invertendo, amplificando anziché correggere la perturbazione. Questa dottrina del "guardare oltre" è stata rafforzata dall'osservazione strutturale che la trasmissione degli shock dei prezzi del petrolio ai salari e all'inflazione core era diminuita significativamente dagli anni '70 e '80.

**Fase 4 (2021-presente): "Non siamo riusciti a guardare oltre".** L'episodio del 2021-2022 ha messo in luce i limiti del "guardare oltre" e ha generato un significativo ripensamento da parte della BCE, sia sul piano sostanziale che comunicativo. All'inizio del 2021, la BCE ha applicato la logica standard del "look-through" all'iniziale impennata dei prezzi dell'energia post-pandemica. L'inflazione è stata descritta come "transitoria", un termine che è diventato simbolico di una valutazione errata. Ma allora la BCE non lo sapeva. Da quegli anni, la domanda non è più solo "siamo di fronte a uno shock petrolifero?", ma: "Qual è il livello iniziale di inflazione? Le aspettative sono già a rischio? Lo shock sta aggravando altre pressioni inflazionistiche? Quanto è probabile che sia persistente?". Isabel Schnabel, membro del Comitato esecutivo della BCE, ha segnalato esplicitamente questa nuova condizionalità: "La politica monetaria, da parte sua, non può permettersi di ignorare gli aumenti dei prezzi dell'energia se questi rappresentano un rischio per la stabilità dei prezzi a medio termine". Il look-through è condizionato, non più automatico.

## **BCE, guerra, petrolio, inflazione: cosa significano le lezioni del passato per la situazione attuale?**

Cosa significano le lezioni del passato per l'attuale reazione della BCE? Non dobbiamo dimenticare

che l'errore di valutazione del 2022 è rimasto impresso nella memoria istituzionale della BCE. Che sia giusto o meno tenerne conto, l'esperienza del 2022 plasmerà il pensiero attuale.

Certo, quello attuale non è ancora un contesto come quello del 2022, poiché si tratta principalmente di uno shock dei prezzi e non di uno shock dell'offerta; l'Europa non deve "rinunciare" a un singolo fornitore di energia. Inoltre, il mercato del lavoro non è solido come lo era nel 2022, con transizioni strutturali e ulteriori aumenti salariali che sono in questo momento piuttosto improbabili. In più, a differenza del 2022 l'economia non sta attraversando un boom post-lockdown e i governi sono meno propensi a fornire nuovi stimoli fiscali.

Nella congiuntura attuale, il rischio di una spirale salari-prezzi appare limitato. Tuttavia, in uno scenario di "guerra infinita" con un'interruzione prolungata dello Stretto di Hormuz, prezzi del petrolio superiori a 100 dollari al barile per diversi mesi e ripercussioni a catena sui trasporti, sui prezzi dei prodotti alimentari e, più in generale, sulle catene di approvvigionamento, è probabile che la BCE forzi la mano e prenda in considerazione un aumento dei tassi. In tale scenario, uno o due aumenti simbolici dei tassi potrebbero essere sufficienti a prevenire eventuali effetti secondari e potrebbero rafforzare la credibilità della BCE nella lotta all'inflazione.

## Previsione BCE, nessuna variazione dei tassi la prossima settimana, ma toni più aggressivi

Per la riunione della prossima settimana, non prevediamo alcuna variazione dei tassi. L'ultima tornata di proiezioni sarà meno rilevante del solito, essendo solo una delle tante variabili di input per la riunione. A chi importa di revisioni di inflazione o previsioni di crescita basate su modelli in punti percentuali se il prezzo del petrolio può salire di 30 dollari al barile in pochi minuti?

La BCE, tuttavia, cercherà di utilizzare il suo secondo strumento di politica monetaria più potente, le parole, per tenere a bada le aspettative di inflazione. Mostrarsi un po' più aggressivi, ad esempio affermando che la BCE è pronta ad agire, sta monitorando la situazione con molta attenzione e non si asterrà da eventuali aumenti preventivi dei tassi, sembra il risultato più probabile. In questo contesto, non ci aspettiamo che Lagarde ripeta l'espressione "buona posizione". Ancora non c'è motivo per lasciarsi prendere dal panico, ma allestire una panic room intorno alla buona posizione della BCE potrebbe non sembrare una cattiva idea in questo momento.

### Autore

#### Carsten Brzeski

Global Head of Macro

[carsten.brzeski@ing.de](mailto:carsten.brzeski@ing.de)

### Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate)*. Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa. ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o

degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).