



Flash BCE

La BCE alza i tassi per la decima volta consecutiva ed entra ora in pausa, pur non volendo ancora confermare di aver raggiunto il picco

A cura di Ilaria Spinelli, analista team ricerca economica di Fideuram Asset Management SGR

“The real purpose of what we are doing is written in the first paragraph: “in order to reinforce [inflation] progress towards its target” We are not saying that we are at the peak, we cannot say that now” (Lagarde durante il Q&A)

Nella riunione di oggi la BCE ha deciso di alzare ancora i tassi, per la decima volta consecutiva, portando così il tasso sui depositi al 4.0% ed il tasso di rifinanziamento al 4.5%. E' stata senz'altro una decisione molto dibattuta all'interno del Consiglio Direttivo, come ammesso dalla stessa Presidente Lagarde, che ha parlato della presenza di **alcuni esponenti apertamente contrari ad un rialzo dei tassi** e della necessità di argomentare a lungo ed approfonditamente, per raggiungere infine una **“solida maggioranza”**, ma non certamente un'unanimità o una maggioranza ampia.

Del resto fino all'ultimo l'incertezza è stata molto elevata e si trattava indubbiamente di una decisione complessa, in bilico tra due opzioni, che dovevano bilanciare, da un lato, il peggioramento dello scenario di crescita e, dall'altro, dati di inflazione non ancora del tutto esenti da rischi al rialzo. **La BCE poteva infatti scegliere tra “una pausa aggressiva”, che avrebbe lasciato aperta la possibilità di un ultimo rialzo dei tassi, oppure un “rialzo morbido”**, comunicando nei prossimi mesi con maggiore convinzione una pausa. Alla fine, la BCE ha deciso per un “rialzo morbido”, comunicato a nostro avviso però non del tutto efficacemente, probabilmente sempre per il fatto che è emerso da una discussione molto dibattuta. Essendo ormai arrivati in prossimità del picco ciclico per i tassi, diventa comprensibilmente difficile per la BCE calibrare esattamente la politica monetaria e comprendere se la restrizione implementata finora sia o meno sufficiente. **Pur avendo mantenuto nel nostro scenario centrale un ultimo rialzo, ci attendevamo infatti che la BCE prendesse tempo nella riunione di oggi per monitorare ancora altri dati, prima di decidere per un ultimo rialzo nella riunione di ottobre.** Anche il mercato fino a pochi giorni fa attribuiva ad un rialzo dei tassi a settembre una probabilità che a fatica arrivava al 35%, ma negli ultimi due giorni prima della riunione le aspettative si sono poi mosse bruscamente al rialzo, in seguito alla diffusione di anticipazioni che dichiaravano che la BCE, a dispetto del rallentamento ciclico in atto in Eurozona, che l'avrebbero costretta a rivedere al ribasso le aspettative di crescita (così è stato, in effetti), avrebbe però rivisto al rialzo lo scenario di inflazione nel breve periodo, a causa del rinnovato aumento del prezzo del petrolio.

E' importante sottolineare che il rialzo deciso oggi si qualifica comunque come “morbido”: infatti la Presidente Lagarde lo ha descritto in termini, sostanzialmente, precauzionali, spiegandolo con la volontà di rafforzare il processo di rientro dell'inflazione all'obiettivo del 2% nel più breve tempo possibile e ribadire così la

determinazione del Consiglio Direttivo nel voler sconfiggere l'inflazione e meglio ancorare le aspettative. Soprattutto, nel comunicato stampa emesso alla fine della riunione si legge ora esplicitamente che **“i tassi hanno raggiunto livelli tali che, se mantenuti sufficientemente a lungo termine, garantiranno un contributo sostanziale al rientro dell'inflazione all'obiettivo”** (*“the Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target”*), e Lagarde ha sottolineato il peso dell'aggettivo “sostanziale”. Al contempo, la BCE preferisce ancora mantenere ambiguità in merito all'aver o meno raggiunto il picco per i tassi (del resto, anche altre banche centrali sono entrate in pausa in un primo momento, per poi riprendere ad alzare successivamente): la BCE dichiara infatti di **voler rimanere “data-dependent” nelle prossime riunioni, dal momento che dovrà valutare se la restrizione monetaria fin qui effettuata è sufficiente, nonché per quanto a lungo mantenerla**. La stessa Presidente Lagarde, a domanda diretta in merito da parte dei giornalisti, ha escluso di poter affermare che la BCE sia arrivata al picco dei tassi (*“We cannot say that now”*). Peraltro i mercati non hanno dato molto peso a queste dichiarazioni e si sono orientati a prezzare il picco ciclico, alla luce della discesa dei tassi e dell'indebolimento dell'euro.

E' comunque più corretto affermare che la BCE entra ora in una pausa prolungata nell'attesa di vedere se l'inflazione e la crescita scenderanno e rallenteranno come previsto. Nel caso in cui questo avvenga, i tassi resteranno fermi, nel caso in cui invece questo non accada, o non accada in misura ritenuta sufficiente, i tassi potrebbero essere alzati ancora un'ultima volta. **Nel nostro scenario centrale i tassi sono previsti ora rimanere fermi a questo livello, indicativamente, almeno fino alla fine della prima metà del prossimo anno**. Riteniamo infatti che ci siano ancora margini di revisione al ribasso per le previsioni di crescita della BCE, il che dovrebbe definitivamente chiudere la porta ad eventuali altri rialzi dei tassi.

Venendo infatti all'analisi delle nuove previsioni per lo scenario macroeconomico presentate dalla BCE (che riassumiamo nella tabella sottostante), **va osservato che la crescita è stata rivista al ribasso sull'intero orizzonte previsivo, in linea con le attese**. Lagarde ha però anche precisato che la revisione al ribasso per il 2024, senz'altro significativa (si scende dall'1.5% all'1.0%), consegue largamente dall'effetto di trascinamento della correzione per la seconda metà di quest'anno piuttosto che da una revisione al ribasso dei ritmi di crescita trimestrali per il 2024, che restano suppergiù sui livelli elevati previsti in precedenza (0.3%-0.4% t/t). La BCE si aspetta infatti che la discesa dell'inflazione ed il mantenimento di un mercato del lavoro robusto portino i consumi e la domanda interna a riaccelerare in misura non trascurabile nel 2024 (noi siamo più pessimisti in merito). Per quanto riguarda invece le previsioni di inflazione, **il rialzo dell'inflazione totale ora previsto per il 2024, con l'inflazione che al 3.2% è attesa superare il 3.0%** (modifica che è stata decisiva nel convincere la BCE per il rialzo dei tassi in questa riunione), **è dovuto interamente all'aumento del prezzo del petrolio** rispetto allo scenario precedente. Infatti, coerentemente con la riduzione delle previsioni di crescita, **l'inflazione core (al netto di petrolio ed alimentari) è stata rivista al ribasso di un decimale rispetto alle previsioni precedenti**, sia per il 2024 che 2025. La BCE ha preferito attribuire maggior peso all'aumento dell'inflazione nel breve periodo che alle attese di rallentamento nel lungo, data l'incertezza ancora prevalente in questa fase. Con l'accumularsi di maggiori evidenze sull'indebolimento ciclico, la probabilità di rientro all'obiettivo dell'inflazione nel medio termine verrà rivalutata al rialzo dalla BCE, eliminando a nostro avviso la necessità di ulteriori rialzi dei tassi.

| PREVISIONI BCE | | | | |
|-----------------------|----------|------|------|------|
| | | 2023 | 2024 | 2025 |
| PIL | Jun-23 | 0.9% | 1.5% | 1.6% |
| | Sep-23 | 0.7% | 1.0% | 1.5% |
| | Fideuram | 0.5% | 0.5% | 1.2% |
| INFLAZIONE | Jun-23 | 5.4% | 3.0% | 2.2% |
| | Sep-23 | 5.6% | 3.2% | 2.1% |
| | Fideuram | 5.8% | 2.8% | 2.1% |
| CORE (ex food&energy) | Jun-23 | 5.1% | 3.0% | 2.3% |
| | Sep-23 | 5.1% | 2.9% | 2.2% |
| | Fideuram | 5.2% | 2.9% | 2.2% |

Ora che la BCE entra in pausa, l'interesse nelle prossime riunioni si sposterà sull'eventualità che la banca centrale possa decidere o meno di accelerare il processo di Quantitative Tightening. Lagarde ha confermato che anche in questa riunione non sono stati discussi né vendite dirette dei titoli nel portafoglio APP né un'anticipazione della fine del reinvestimento dei titoli in scadenza nel portafoglio PEPP, che continua ad essere gestito con il massimo della flessibilità. **Si tratta a nostro giudizio di decisioni che non verranno prese a breve, e probabilmente nemmeno il prossimo anno ci saranno grandi margini per poterlo fare,** se il nostro scenario di crescita ed inflazione, più cauto rispetto a quello della BCE, si materializzerà.

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.