



Flash BCE

Area Euro: La BCE rallenta a 25 pb il ritmo dei rialzi, ma non c'è pausa e i tassi saliranno ancora

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

“There was a variety of views [inside the Governing Council] but everybody agreed: 1. That a rate increase was necessary 2. That we are not pausing 3. And that we have more ground to cover” - Lagarde durante il Q&A.

Nella riunione di oggi la BCE ha alzato i tassi di riferimento di 25 punti pb, portando così il tasso sui depositi al 3.25% ed il tasso refi al 3.75%. **La BCE ha inoltre deciso che da luglio non verrà più reinvestito l'intero ammontare dei titoli in scadenza del portafoglio APP** e, pertanto, un ammontare di circa 25bl di titoli in scadenza si aggiungerà agli attuali 15 che già non vengono reinvestiti dallo scorso marzo. **Entrambe le decisioni erano attese ed il tono della conferenza stampa è parso equilibrato, senza risultare peraltro particolarmente informativo**, ma anche questo era atteso, non essendo infatti quella odierna una riunione in cui vengono presentate le nuove previsioni che ricalibrano lo scenario macroeconomico di riferimento (che saranno diffuse nella prossima riunione di giugno).

Come si era già intuito a marzo, **con la decisione odierna la BCE entra in una nuova fase di politica monetaria, in cui, in prossimità del tasso terminale, la banca centrale prosegue con rialzi più moderati**, in ragione dell'incertezza su dove si situi quel livello “sufficientemente restrittivo” dei tassi, che, se mantenuto nel tempo, sia in grado di riportare abbastanza rapidamente l'inflazione all'obiettivo del 2%. Non conoscendo esattamente quale sia questo livello, la BCE rimane estremamente *data-dependent*, ma anche, chiaramente, **ancora orientata ad alzare i tassi**. In particolare, la decisione odierna è il frutto, secondo quanto affermato dalla Presidente Lagarde, di una pluralità di visioni all'interno del Consiglio Direttivo: **è stata anche discussa l'opzione di un rialzo di 50 pb, ma alla fine tutti i membri del Consiglio Direttivo hanno concordato sia in merito ad alzare ancora i tassi, sia che non è ancora tempo di segnalare una pausa**, poiché c'è ancora strada da percorrere.

Prima di dibattere le prossime mosse, vediamo le motivazioni che hanno portato la BCE ad alzare solo di 25 pb e non più di 50. **La valutazione dello scenario di crescita è rimasta in sostanza simile a marzo, con al margine una nota più positiva** perché i rischi non vengono più definiti “orientati al ribasso”, ma appaiono più bilanciati. **Del resto, la crisi nel settore bancario è rientrata, almeno in Europa, rispetto alle turbolenze delle settimane di marzo** in cui ha avuto luogo la precedente riunione della BCE. **L'inflazione inoltre rimane ancora troppo alta, per troppo lungo tempo** (“*Inflation is too high for too long*”), e l'analisi dell'inflazione *core* indica che le pressioni al rialzo rimangono sostenute. **Ci sono però**

anche evidenti segnali che la politica monetaria della BCE viene trasmessa con sempre maggior forza (“forcefully”) all’interno del canale bancario, e la presidente Lagarde ha esplicitamente menzionato **i risultati dell’ultima Bank Lending Survey come fondamentali per orientare la decisione** verso un rialzo più contenuto dei tassi. L’ultima Bank Lending Survey, pubblicata il 2 maggio, ha infatti indicato un’ulteriore restrizione delle condizioni finanziarie al settore privato, superiore alle attese che le banche avevamo formulato nel trimestre precedente. **L’incertezza ora verte sulla trasmissione della politica monetaria all’economia reale**, sui tempi necessari per esercitare i suoi effetti e sulla sua forza. A tale proposito, è importante sottolineare che **secondo il Consiglio Direttivo il livello attuale dei tassi è evidentemente in territorio restrittivo**: Lagarde ha fatto esplicito riferimento alla discesa della domanda di prestiti al settore bancario, da parte delle imprese, che citano tra i fattori che ostacolano la richiesta di un prestito proprio il livello attuale dei tassi. Tuttavia, **la BCE non ritiene che il livello attuale sia ancora sufficientemente restrittivo** (“*It is restrictive? Yes, no doubt. It is sufficiently restrictive? Not yet*”) e fintanto che questa maggiore evidenza non verrà accumulata, la BCE rimane pertanto orientata ad alzare ancora tassi.

Peraltro, la domanda interna, in particolare i consumi, è stata evidentemente debole tra fine 2022 e inizio 2023, ma il rientro della crisi energetica, la discesa dell’inflazione e la domanda inespressa nel settore dei servizi stanno determinando da inizio anno un recupero della fiducia di imprese e famiglie. Inoltre, la forza del mercato del lavoro non induce ancora a ritenere il livello attuale dei tassi sufficientemente restrittivo. C’è bisogno di maggiore evidenza di un impatto della politica monetaria sull’economia reale, **evidenza che riteniamo diverrà più chiara nella seconda metà dell’anno, in particolare dall’autunno**. Nelle nostre previsioni, inoltre, l’inflazione *core* continuerà a rimanere sugli attuali elevati livelli (5.6%) per tutta l’estate, e in maggio potrebbe anche riaccelerare un poco. Infine, va osservato che, a detta della presidente Lagarde, **nessuno dei membri del Consiglio Direttivo in questa riunione ha proposto di terminare il ciclo di rialzi o effettuare una pausa**, è stato solo dibattuto l’ammontare del rialzo.

Nel nostro giudizio di quanta strada abbia ancora da percorrere la BCE, i toni e i contenuti di questa riunione rafforzano **l’idea che avevamo formulato nel corso dell’ultimo mese di tornare ad indicare un tasso terminale sui depositi al 3.75%, con altri due rialzi ancora di 25 pb, a giugno e a luglio**, in assenza di sorprese negative sul fronte delle tensioni bancarie negli USA. **Alle condizioni odierne, ci sembra infatti evidente che la BCE abbia in mente almeno altri due rialzi dei tassi, e non solo uno**. Del resto, la stessa Lagarde ha lasciato intuire che i rialzi in fieri siano più di uno, quando nel corso della conferenza stampa ha parlato di “decisioni” (“*decisions*”), enfatizzando la “s” del plurale.

La situazione rimane ovviamente fluida e la BCE resta saldamente *data-dependent*: per capire come evolveranno le prossime mosse, i fattori da considerare restano sempre gli stessi indicati a marzo dalla stessa BCE ovvero 1. la dinamica dell’inflazione totale (alla luce delle prospettive di crescita e finanziarie), 2. la dinamica dell’inflazione *core*, 3. la trasmissione della politica monetaria all’economia reale.

Segnaliamo infine che **la BCE nella riunione odierna non ha segnalato alcuna intenzione di introdurre delle aste “ponte” o transitorie in vista del rimborso a giugno da parte delle banche dell’Eurozona dell’ultima *tranche* di quasi 500 miliardi delle TLTROs residue**. Non sembra pertanto che la BCE veda segnali di stress e sia preoccupata, ma si dice pronta ad intervenire se la gamma di aste attualmente disponibili (che arrivano fino a 3 mesi) dovesse non bastare per soddisfare un eventuale aumento di richiesta di liquidità da parte delle banche.

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.