



Flash BCE

La BCE alza i tassi di 25 pb a giugno come da attese e non fornisce alcun segnale di pausa a luglio

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

"We have ground to cover... We are not thinking about pausing, as you can tell... 2.2% inflation in 2025 is not satisfactory and not timely" Lagarde durante il Q&A

Nella riunione di giugno, come ampiamente atteso, la BCE ha alzato ancora i tassi di 25 pb, portando così il tasso sui depositi a 3.5% ed il tasso refi al 4%. La BCE ha anche confermato che a luglio terminerà il reinvestimento dei titoli in scadenza del portafoglio APP.

L'interesse principale per la riunione era però interamente rivolto, ovviamente, alla conferenza stampa, alla revisione delle previsioni e a tutto quanto potesse aiutare a fare luce sulle mosse future di politica monetaria. Ebbene, la conferenza stampa odierna **non ha certo mostrato una BCE intenzionata a segnalare la volontà di fermarsi dopo il rialzo atteso (e confermato da Lagarde) per luglio**. Ci sono invece diversi elementi che segnalano, al contrario, l'intenzione della BCE di proseguire il ciclo dei rialzi oltre luglio.

In primo luogo, è vero che il tono e le parole utilizzate nel comunicato stampa (che riporta l'esito della riunione) non si sono discostate molto da quelle utilizzate nella precedente riunione di inizio maggio: l'inflazione è scesa (dal 7% di aprile al 6.1% a maggio), ma è pur sempre prevista rimanere "troppo alta per troppo lungo tempo" (*"too high for too long"*), i rischi sullo scenario sono altamente incerti e la BCE rimane fortemente *"data dependent"*.

1. Ciononostante, **la Banca Centrale ha stupito le attese rivedendo al rialzo le previsioni di inflazione su tutto l'orizzonte previsivo**, anche per il 2025, mentre le previsioni di crescita sono rimaste sostanzialmente invariate (a parte una necessaria revisione al ribasso per quest'anno, per incorporare la stagnazione del PIL tra fine 2022 e inizio 2023). In particolare: **la previsione d'inflazione per il medio termine, relativa al 2025, è stata rivista al rialzo di un decimale sia per l'inflazione totale** (ora prevista al 2.2%), **sia per l'inflazione core** (ora al 2.3%), come si può vedere nella tabella sottostante, **e si allontana pertanto ulteriormente dall'obiettivo del 2%**. Nel giudizio espresso dalla stessa Lagarde durante la conferenza stampa, **si tratta di livelli "non soddisfacenti" ("not satisfactory")** e che certamente non mostrano un rientro tempestivo (*"not timely"*) dell'inflazione all'obiettivo del 2%. Al contrario, ci aspettavamo previsioni invariate per il 2025, mentre se fosse stata prevista una discesa di un decimale l'intenzione di fermarsi dopo l'ultimo rialzo atteso a luglio sarebbe stata palese.

PREVISIONI BCE					
		2023	2024	2025	
PIL	Mar-23	1.0%	1.6%	--	1.6%
	Jun-23	0.9%	1.5%		1.6%
	Fideuram	0.7%	0.7%		1.2%
INFLAZIONE	Mar-23	5.3%	2.9%	--	2.1%
	Jun-23	5.4%	3.0%		2.2%
	Fideuram	5.6%	2.6%		2.1%
CORE (ex food&energy)	Mar-23	4.6%	2.5%	--	2.2%
	Jun-23	5.1%	3.0%		2.3%
	Fideuram	5.2%	2.8%		2.2%

2. Si osservi inoltre che **la revisione al rialzo delle previsioni di inflazioni di medio termine non è stata da Lagarde minimizzata o attribuita a “fattori tecnici”, ma è stata fatta discendere dall’attesa di maggiori pressioni salariali.** Abbastanza inusualmente, peraltro, quasi metà della conferenza stampa è stata dedicata a considerazioni sulla dinamica del mercato del lavoro in Eurozona, dinamiche che Lagarde ha precisato essere state discusse a lungo dal Consiglio Direttivo. In particolare, il Consiglio si è interrogato sull’“enigma” rappresentato dalla forza del mercato del lavoro che è proseguita ancora nel primo trimestre (con un milione di nuovi occupati in più e un tasso di disoccupazione ai minimi storici, 6.5%), a dispetto di una dinamica stagnante del PIL tra 22Q4 e 23Q1. Ne discende pertanto un innalzamento del costo del lavoro per unità di prodotto su tutto l’orizzonte previsivo. Va inoltre notato che, sempre nelle nuove previsioni, la BCE si attende ora che la discesa del tasso di disoccupazione continui anche nel 2025 (in cui è previsto scendere al 6.3%). Pertanto, **se le pressioni salariali sono alla radice di una maggiore previsione dell’inflazione core nel medio termine, è molto difficile che la BCE non si senta in dovere di fronteggiarle continuando il ciclo restrittivo anche dopo luglio.**

Dinamica del costo del lavoro (var.% a/a)



Fonte: BCE, (*) retribuzioni per addetto per unità di valore aggiunto, totale dell'economia

3. Infine, Lagarde è stata molto chiara utilizzando le stesse espressioni usate in precedenza per indicare l'intenzione di alzare ancora i tassi: **“Siamo arrivati a destinazione? No. Abbiamo ancora strada da percorrere? Sì, ne abbiamo”** (“*Are we done? No, we are not at destination. Do we still have ground to cover? Yes, we have ground to cover*”). **Non sembra una comunicazione compatibile con il preannuncio di una pausa** dopo il rialzo di luglio. Peraltro, come dicevamo sopra, il rialzo di luglio è stato chiaramente preannunciato: “E’ molto probabile che alzeremo ancora i tassi a luglio”, ha detto Lagarde in conferenza stampa. Da ultimo, ad esplicita domanda in merito, **la stessa Lagarde ha chiarito che il Consiglio Direttivo non ha nemmeno discusso di una pausa in questa riunione e non si è posto nemmeno il problema.**

Si può pertanto concludere che la BCE sia intenzionata a proseguire il ciclo restrittivo anche dopo luglio. **Ovviamente da qui a settembre mancano all’appello ancora tre mesi di dati e molte cose possono succedere e modificare questo atteggiamento.**

Se guardiamo alle nostre previsioni, ci aspettiamo una crescita del PIL più debole della BCE per la seconda metà di quest’anno, ma non si tratta di uno scenario recessivo e non appare sufficiente a distogliere la BCE dall’attenzione sull’inflazione. Per quanto riguarda quest’ultima, **concordiamo con l’attesa della BCE che l’inflazione da servizi continuerà a salire nei mesi estivi** ed abbiamo una previsione di inflazione *core* che, dal 5.3% di maggio, risale al 5.5 – 5.6% sia a giugno che a luglio, per poi scendere di poco (al 5.3-5.4%) ad agosto, mentre le indicazioni provenienti dal mercato del lavoro continueranno a rimanere solide, anche sul fronte dei rinnovi salariali.

Pertanto, **considerando sia le intenzioni attuali della BCE, sia il flusso di dati attesi, appare più consono ora inserire nel nostro scenario centrale un altro rialzo dei tassi di 25 pb anche a settembre**, in precedenza considerato da noi come una *close call*. Anche il mercato sembra essere ora più convinto di un altro rialzo dei tassi a settembre, che stima ora probabile al 60% (rispetto ad un 20% circa che attribuiva ieri).

Nella riunione di settembre la conformazione di una pausa potrebbe prendere corpo con maggiore convinzione, grazie ai segnali di raffreddamento della crescita, o al limite la BCE potrebbe fermarsi e decidere eventualmente di alzare i tassi ogni trimestre, se necessario, ma non più ad ogni riunione.

Se invece nei prossimi tre mesi dovessero riemergere tensioni sui mercati finanziari, o scenari più preoccupanti e propriamente recessivi per la crescita mondiale, la BCE potrebbe decidere di non alzare a settembre, ma al momento questo scenario appare più nebuloso ed incerto, a fronte dei segnali di forza e persistenza che provengono dalle pressioni al rialzo sui prezzi.

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.