



Flash BCE

La BCE prosegue con i rialzi dei tassi ma si mostra meno aggressiva che a dicembre

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

“What about after March? It will not be [rising rates at a] steady pace at an ongoing basis, it will depend on the ground that we will need to cover, and there will likely be more ground to cover” Lagarde durante il Q&A

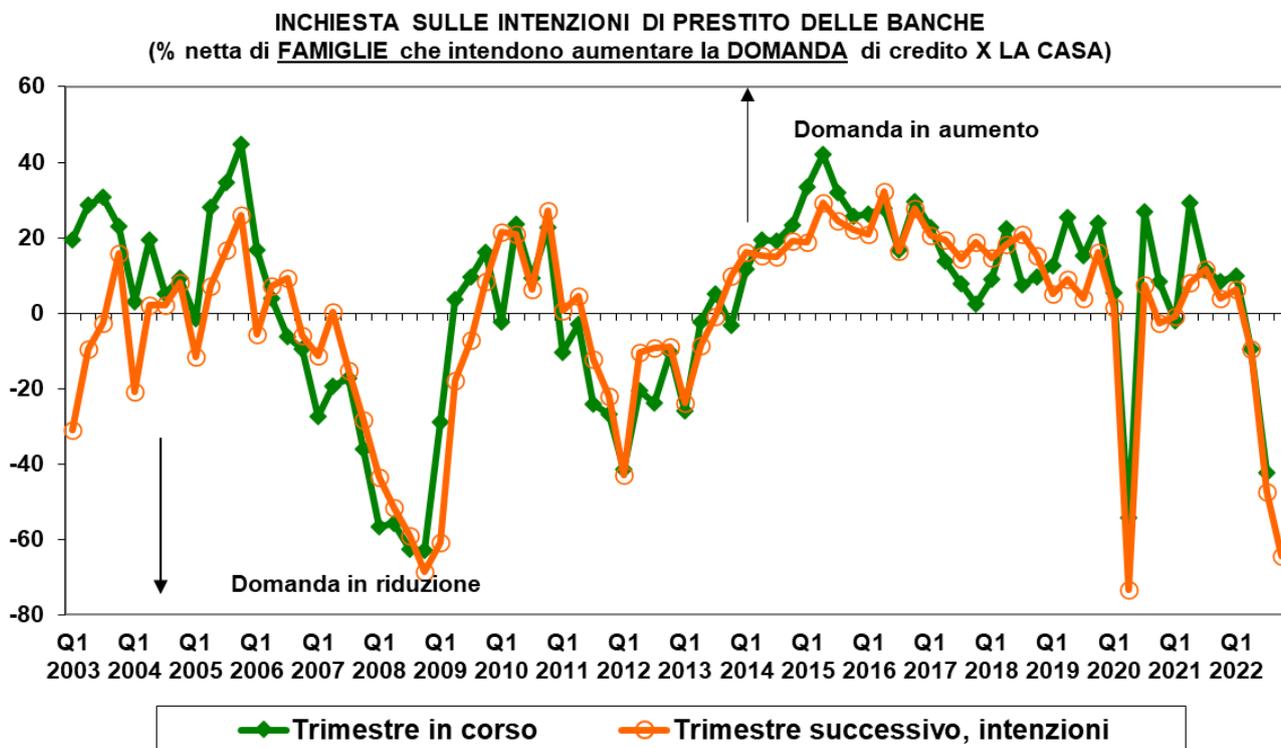
Nella riunione di febbraio, la prima del 2023, la BCE ha proseguito il ciclo di rialzo dei tassi, con un aumento di altri 50 pb: il tasso sui depositi è ora al 2.5%, il tasso di rifinanziamento al 3%, il tasso sui prestiti al 3.5%. L'entità dell'aumento è la stessa della riunione di dicembre e prosegue pertanto nel solco di consegnare rapidamente una serie di rialzi significativi e consistenti con l'obiettivo di riportare l'inflazione (che a gennaio si trova all'8.5%, secondo la stima preliminare di Eurostat) all'obiettivo del 2% il prima possibile. **La decisione odierna da parte della BCE era assolutamente scontata** e l'interesse del mercato e degli osservatori verteva piuttosto sul tono e/o su eventuali indicazioni in merito a cosa deciderà di fare la BCE nelle riunioni successive. A questo proposito, già nel comunicato stampa, **la BCE ha chiarito che intende alzare i tassi di altri di 50 pb anche alla prossima riunione di marzo, ma precisando inoltre che dopo tale riunione il Consiglio Direttivo farà un riesame della situazione.**

Pertanto, siamo passati nell'arco di due riunioni da una BCE molto aggressiva in dicembre, che lasciava intendere come potenzialmente necessaria una serie continua di rialzi di 50 pb per riportare l'inflazione all'obiettivo, **alla riunione odierna, in cui i rialzi di 50 pb continueranno senz'altro fino a marzo, ma poi si vedrà** (e il rialzo di marzo potrebbe addirittura essere l'ultimo). **Questa comunicazione piuttosto “ondivaga”**, caratterizzata da una riunione aggressiva seguita da una riunione più morbida, prosegue ormai da diverso tempo e non risulta molto efficace, ma molto probabilmente **è dettata dall'obiettivo difficoltà di individuare il punto terminale dei tassi, per l'incertezza elevata che al momento caratterizza la stima dell'inflazione di medio termine.** Senz'altro la posizione della BCE, secondo quanto affermato dalla presidente Lagarde, non è cambiata: si procede alla luce dei dati e si decide *“meeting by meeting”*. Allora perché impegnarsi già ora per marzo? Lagarde ha chiarito che per il Consiglio Direttivo la decisione è già “scritta” nei dati di inflazione e nelle pressioni di inflazione che si osservano ad oggi.

Dopo marzo si aprirà una fase più incerta, che al momento sembrerebbe giustificare la nostra attesa (e quella di mercato) che il ciclo di rialzi rallenti ad un ritmo di 25 pb, e non più 50, per ancora una riunione (nel nostro scenario) o due (secondo il mercato). Non sembra invece corretta l'assunzione che la decisione di preannunciare il prossimo rialzo di 50 pb a marzo sia il risultato di un compromesso tra “falchi”

e “colombe” tale per cui marzo risulterà essere il picco e l’ultimo rialzo del ciclo: **in ben due occasioni Lagarde ha chiarito che c’è ancora strada da fare dopo marzo** (“*there is still ground to cover*”). **Il ritmo di rialzi dei tassi dopo marzo, nelle parole di Lagarde, dipenderà dalla distanza ancora da coprire per arrivare a quel livello dei tassi ritenuto sufficientemente restrittivo** e tale, se mantenuto nel tempo, da garantire che l’inflazione rientri all’obiettivo del 2% nel medio termine il prima possibile. Nelle parole di Lagarde “siamo ancora lontani” da questo livello (“*we are far away from that*”).

I rischi sullo scenario sono ora percepiti come più bilanciati dalla BCE, soprattutto nel breve termine, e questo è stato affermato molto chiaramente. Da un lato, la discesa dei prezzi del gas migliora le prospettive d’inflazione, anche nel medio termine, e potrebbe essere trasmessa più velocemente delle attese ai prezzi *core*. In aggiunta, la risoluzione dei problemi alle catene produttive esercita un impatto disinflattivo sui prezzi dei beni e non sono venuti meno i rischi di un rallentamento della crescita mondiale. Rimane inoltre l’incertezza dettata dall’evoluzione della guerra in Ucraina e, da ultimo, la BCE riconosce come l’ultima Bank Lending Survey indichi chiaramente **che la *stance* restrittiva della BCE sta venendo trasmessa molto rapidamente al sistema economico** (si osservi nel grafico sottostante l’impressionante riduzione delle richieste di prestiti per mutui avvenuta negli ultimi due trimestri).



Fonte: BCE

Dall’altro, l’inflazione *core* è ancora in rialzo, le rinegoziazioni salariali e il mercato del lavoro restano solidi, la politica fiscale è orientata in senso espansivo (e non sufficientemente “mirata”), la crescita nel quarto trimestre del 2022 (debolmente positiva) è risultata decisamente migliore delle attese ed, infine, non va dimenticato il rischio che una ripresa della Cina più rapida e forte del previsto torni aumentare i prezzi delle materie prime (e la domanda) a livello mondiale.

La decisione odierna è stata presa dal Consiglio Direttivo con un consenso molto molto ampio (“*very very large*”), ma **persiste invece una maggiore divergenza tra i vari membri in merito a come comunicarla correttamente**. Non è da escludere che nelle prossime ore/giorni le dichiarazioni di importanti membri del Consiglio Direttivo consentiranno di fare miglior chiarezza sul tipo di messaggio che la BCE ha voluto effettivamente dare.

Per concludere, **ci sembra di poter affermare che si sono ridotti i rischi che la BCE decida una serie protratta di rialzi di 25 pb dopo la riunione di marzo** e confermiamo pertanto lo scenario in cui **ci aspettiamo un ultimo rialzo di 25 pb a maggio**, anche alla luce del fatto che la BCE intende poi mantenere questo livello restrittivo a lungo nel tempo e non avviare subito dopo un ciclo di ribassi. Se l’inflazione e la crescita dovessero però sorprendere al rialzo, rimane possibile che la BCE continui con uno o due rialzi anche a giugno e luglio. **Ci sembra invece al momento decisamente meno probabile che il ciclo restrittivo finisca già a marzo**. Il mercato prezza un orientamento simile: dopo la riunione odierna ha ridotto del 25% la probabilità di un ultimo rialzo a giugno, ora prezzato come *close call* al 50%.

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.