

## Flash BCE

A cura di Fideuram Asset Management SGR

### La BCE avvia il percorso di rialzo dei tassi preannunciando le mosse di luglio e settembre.

*“We are on a journey, but this is an important step in our journey, as we are setting a path [i.e. regarding rising interest rates]” Lagarde durante il Q&A.*

**A fronte di un’inflazione “intollerabilmente elevata” (“undesiderably high”) e che è diventata la sfida prioritaria per la politica monetaria**, la BCE nella riunione di oggi ha deciso di procedere lungo il cammino della normalizzazione della politica monetaria, preannunciando che **il primo rialzo dei tassi avverrà a luglio**. La riunione odierna si qualifica come piuttosto inusuale nella storia della BCE: da un lato, si è voluto sgombrare il campo dall’incertezza, **sostanzialmente preannunciando l’entità dei primi due rialzi (in luglio e settembre)**, indicando di **voler poi proseguire ancora in quello che è visto come “un cammino” di rialzi** per riportare l’inflazione al 2%. Al contempo, però, **la decisione appare il frutto di un compromesso tra “falchi” e “colombe”** (la decisione infatti è stata presa all’unanimità) e, seppur a prima vista chiara in termini di azioni e mosse future sul fronte dei tassi, è, in realtà, a ben vedere, **molto povera di contenuti informativi sulla funzione di reazione della BCE e sulla conduzione futura della politica monetaria, a fronte delle sfide che la BCE dovrà affrontare**, sia in termini di rischio di frammentazione della politica monetaria sia di fronte ad un peggioramento ulteriore delle prospettive di crescita, posto che l’inflazione è destinata a restare elevata a lungo (dal momento che larga parte delle sue determinanti sono “esogene” e dovute al deterioramento delle ragioni di scambio). Pertanto, a dispetto della chiarezza delle mosse future, già sostanzialmente preannunciate, **rimane a nostro giudizio notevole incertezza sulla conduzione della politica monetaria, che non aiuta a contenere nervosismo e volatilità sui mercati finanziari.**

**Più in dettaglio, la BCE ha deciso, in linea con le attese, di terminare gli acquisti del programma APP a fine mese**, ed è stato inoltre stabilito che le condizioni indicate dalla *forward guidance* per lo scenario di inflazione sono ora soddisfatte (l’inflazione nel medio termine, nel 2024, è ora prevista sopra l’obiettivo, al 2.1%, con la *core* al 2.3%), ponendo pertanto le basi per avviare il ciclo di rialzo dei tassi nella prossima riunione di luglio. Ma, in modo alquanto inusuale, la BCE ha anche deciso di preannunciare le mosse successive: il comunicato stampa afferma che **la BCE si appresta ad alzare i tassi di 25 punti base nella riunione di luglio. Al contempo, la BCE ha però altresì annunciato di essere pronta ad alzare i tassi di 50 punti base a settembre**, nel caso in cui le prospettive dell’inflazione dovessero restare invariate o peggiorare ulteriormente (cosa alquanto probabile, alla luce del fatto che il picco dell’inflazione, nelle nostre previsioni, non avverrà prima di agosto e l’inflazione salirà ancora, almeno al 9%). Inoltre, la BCE afferma

già ora di aspettarsi altri rialzi dopo settembre, e **annuncia di stare anticipando “un sentiero di gradualmente sostenuti rialzi nel tempo”**, al fine di riportare l’inflazione all’obiettivo del 2% nel medio termine (“*Beyond September, based on its current assessment, the Governing Council anticipates that a gradual but sustained path of further increases in interest rates will be appropriate*”).

**Che senso ha anticipare un rialzo di 50 punti base a settembre e non farlo allora già a luglio?** Nelle parole di Lagarde, in momenti di elevata incertezza, è preferibile procedere gradualmente, anche perché si tratta di tornare ad utilizzare lo strumento convenzionale dei tassi per la prima volta dopo 11 anni. **Ma allora perché non alzare i tassi già ora, a giugno, di 25 punti base, e procedere poi sempre con rialzi gradualmente di 25 punti base ad ogni riunione?** Perché, sempre secondo quanto spiegato da Lagarde, la BCE vuole essere prevedibile e **attenersi al “sequencing” indicato in precedenza**, ovvero prima concludere gli acquisti del programma APP e solo successivamente alzare i tassi. In un momento di incertezza elevata, sembra doveroso essere prevedibili, dice la Presidente (ma si perde in flessibilità).

**Infine, la BCE vuole indicare che non si tratterà di mosse isolate, ma che vede necessario continuare il ciclo di rialzo dei tassi oltre settembre. Dopo settembre, i rialzi saranno calibrati sulla base dei dati**, e la BCE continuerà ad essere flessibile, graduale e “*data-dependent*”, **ma proprio l’estrema incertezza dello scenario macroeconomico attuale** (in dipendenza degli sviluppi della guerra, delle sanzioni, della pandemia, della transizione energetica, ecc.) **implica che l’incertezza sulle prossime mosse future della politica monetaria rimanga più elevata che mai**. Alla luce della conferenza stampa odierna, parrebbe che la BCE sia propensa a continuare ad alzare i tassi fino a quando non ragionevolmente certa che l’inflazione stia scendendo rapidamente verso l’obiettivo. **Ma non è assolutamente chiaro se la BCE ritenga ora necessario restringere le condizioni monetarie oppure no** (fino alla precedente riunione pareva che non fosse necessario). **A questo proposito, si noti che la BCE ha per il momento deciso “deliberatamente” (“deliberately decided”) di non discutere di dove possa situarsi il tasso neutrale o naturale di equilibrio** e non è chiaro pertanto se la BCE ritenga di dover portare i tassi sopra questo livello teorico. Non è pertanto chiaro cosa si prefigga di fare la politica monetaria. Alla luce del fatto che l’inflazione è ancora vista rientrare al 2% nel medio termine, non sembrerebbe essere necessaria una significativa restrizione monetaria e saremmo pertanto propensi a vedere il “terminal rate” attorno all’1.5-1.75%, non oltre, in assenza di disancoraggio delle aspettative di inflazione e alla luce dello scenario di indebolimento della crescita che prevediamo.

**Nella tabella sottostante riportiamo le nuove previsioni di crescita ed inflazione della BCE, a confronto con quelle di marzo e con le nostre.** È evidente che il deterioramento delle prospettive di inflazione sia ora il fattore determinante nel muovere la politica monetaria, e alla luce del fatto che prevediamo un’inflazione più elevata della BCE quest’anno, ci aspettiamo ora un rialzo dei tassi di 50 punti base a settembre, dopo i 25 punti base di luglio. **Successivamente, siamo propensi a vedere altri due rialzi, di 25 punti base, ad ottobre e dicembre, per terminare il 2022 con il tasso sui depositi allo 0.75% ed il refi a 1.25%.** Per il 2023 vediamo possibili altri due rialzi, poiché, al contrario della BCE, non ci aspettiamo un miglioramento dello scenario di crescita per il 2024, ma un ulteriore peggioramento. Questo dovrebbe contribuire a rassicurare in merito al fatto che l’inflazione rientri al 2% senza bisogno di eccessiva restrizione monetaria.

PREVISIONI BCE				
		2022	2023	2024
PIL	Mar-22	3.7%	2.8%	1.6%
	Jun-22	2.8%	2.1%	2.1%
	Fideuram	2.7%	1.4%	(preliminare) 1.2%
INFLAZIONE	Mar-22	5.1%	2.1%	1.9%
	Jun-22	6.8%	3.5%	2.1%
	Fideuram	7.5%	3.6%	(preliminare) 2.0%
CORE (ex food&energy)	Mar-22	2.6%	1.8%	1.9%
	Jun-22	3.3%	2.8%	2.3%
	Fideuram	3.8%	3.2%	(preliminare) 1.8%

Fonte: BCE, Fideuram Asset Management

**Per quanto concerne infine il rischio di frammentazione della politica monetaria** (il riallargamento degli spread dei titoli governativi, a fronte del cambio di *stance* della politica monetaria, che ovviamente espone i governi dell'Eurozona in misura diversa, in dipendenza del peso del debito pubblico sul PIL), **non è stata fatta alcuna chiarezza in merito a che tipo di strumento la BCE abbia in mente per fronteggiare questo rischio**, del resto assolutamente in linea con le attese. Lagarde ha ribadito che la BCE intende sfruttare al massimo la flessibilità della politica di reinvestimento dei titoli in scadenza del PEPP e che la BCE ha dimostrato in passato di essere pronta ad ideare e disporre rapidamente di nuovi strumenti di intervento, se necessario (*"We know how to design and to deploy new instruments if necessary"*). Su questo fronte, e **alla luce delle notevoli necessità di aumento della spesa pubblica che i governi dell'Eurozona dovranno affrontare nel prossimo decennio** per risolvere il problema della transizione e sicurezza energetica, nonché della sicurezza geopolitica e degli investimenti predisposti dal NGEU, **ci aspettiamo che la BCE mantenga massima attenzione e flessibilità, potendo anche arrivare al punto di continuare ad alzare i tassi e intervenire con un programma ad hoc per stabilizzare i tassi a lunga. Ma i tempi non sono ancora maturi al riguardo.**

## 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.*