



## Flash BCE

### BCE molto morbida nella riunione di luglio: più probabile una pausa a settembre, ma manteniamo l'attesa di un ultimo rialzo entro fine anno

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

*"Do we have more ground to cover? At this point in time I wouldn't say so ...[but]... That may vary from one month to the other...We are moving to a stage where we are going to be data-dependent" Lagarde durante il Q&A*

**Nella riunione di oggi, in linea con le attese** (e come peraltro già preannunciato a giugno), **la BCE ha alzato ancora i tassi di altri 25 pb** (il nono rialzo consecutivo), **portando così il tasso sui depositi al 3.75% e il tasso refi al 4.25%**. L'inflazione è infatti ancora troppo alta per troppo lungo tempo e la decisione è stata unanime.

L'interesse verteva però, come si può ben immaginare, sui contenuti e sui i toni che la BCE avrebbe usato nel veicolare la decisione, per cercare di capire se la BCE fosse ancora orientata ad alzare i tassi a settembre o piuttosto ad effettuare una pausa. A questo proposito, **Lagarde ha affermato che a settembre la BCE potrebbe decidere di alzare come di non farlo, ma che senz'altro non taglierà i tassi** (cosa del resto del tutto implausibile) e, a differenza, di quanto affermato a giugno, la Presidente non ritiene che si possa più affermare che ci sia ancora "strada da fare". **La BCE diventa così fortemente ed esclusivamente "data-dependent", senza fornire più alcuna "guidance"**: le prossime decisioni (ed è stato enfatizzato che si tratta di una serie di decisioni, non c'è solo settembre) dipenderanno interamente dai dati che saranno pubblicati. In particolare, e come in passato, la BCE guarderà: 1) alla dinamica dell'inflazione, 2) all'andamento dell'inflazione "di fondo" (al netto delle componenti esogene, quali energia ed alimentari) e 3) alla trasmissione della politica monetaria alle condizioni finanziarie e all'economia reale. **È stata molto enfatizzata anche l'importanza delle prossime previsioni di inflazione di medio termine della BCE, che erano state a sorpresa riviste al rialzo a giugno.**

**Di più non è stato detto, ma il tono di Lagarde è parso estremamente morbido.** Se nella riunione di giugno, solo un mese e mezzo fa, la BCE parlava di "rialzi" al plurale, giustificava la revisione al rialzo delle previsioni di inflazione con una dinamica attesa sfavorevole per il costo del lavoro per unità di prodotto (in considerazione di un mercato del lavoro robusto e di una crescita debole), nella riunione di oggi queste considerazioni (che, lo ribadiamo, hanno natura strutturale e non ciclica) non sono nemmeno state più citate, anche quando la Presidente è stata sollecitata in proposito dai giornalisti durante la conferenza stampa.

**Lagarde è parsa invece voler maggiormente enfatizzare l'indebolimento delle prospettive di crescita** (in particolare la perdita di momentum nel settore dei servizi indicata dai dati sui PMI pubblicati questa

settimana, ma anche le attese di investimenti più deboli, sia da parte delle famiglie, sia dalle imprese), **nonché la trasmissione sempre più forte della politica monetaria alle condizioni finanziarie e creditizie**, come mostrato dall'ultima Bank Lending Survey (relativa al secondo trimestre), nella quale le banche hanno segnalato un'ulteriore riduzione nella domanda di prestiti delle imprese, scesa ora ai minimi degli ultimi 20 anni. E' stata anche sottolineata la crescita annualizzata debolmente negativa (-0.1%) dei prestiti al settore privato, che si è registrata per la prima volta dal 2014 nel secondo trimestre di quest'anno, come mostra il grafico sottostante.



Ciò detto, la stessa Lagarde ha però ribadito che la trasmissione della politica monetaria della BCE all'economia reale è appena incominciata e c'è bisogno di avere maggiore evidenza in merito, che il mercato del lavoro rimane robusto, che l'incertezza sullo scenario di crescita ed inflazione rimane estremamente alta (nel senso che crescita ed inflazione potrebbero anche sorprendere al rialzo) e che la BCE rimane determinata a "spezzare le reni all'inflazione" ("breaking the back of inflation"), per riportarla a target nel tempo più breve possibile. Ma l'enfasi è stata posta sugli aspetti più coerenti con un'entrata in pausa che con un atteggiamento di "vigile attesa".

**Dopo la conferenza stampa della BCE l'euro si è indebolito ed il mercato ha rivisto al ribasso le attese di un rialzo di altri 25 pb a settembre**, prezzato ora solo al 40% (precedentemente alla riunione era invece poco sopra il 50%). I dati che verranno pubblicati nelle prossime settimane da qui a settembre saranno pertanto fondamentali, ma, pur riconoscendo la natura ancora estremamente aperta della prossima riunione, **siamo ora più orientati ad attendere che la BCE faccia una pausa a settembre, a meno di sorprese particolarmente negative dai dati di inflazione core di luglio e agosto. Questo essenzialmente per due ordini di motivi: da un lato il tono odierno, che ci ha stupito in senso "morbido" perché ci saremmo aspettati che la BCE preferisse mantenere un'incertezza maggiore** in merito alla possibilità di alzare ancora i tassi in futuro. Se si vuole infatti non alzare più i tassi e mantenerli elevati a lungo, è bene che i tassi di mercato non prezzino rapidamente dei tagli. I toni possono però anche essere rivisti nelle prossime settimane, così come possono essere anche stati mal interpretati. **La seconda ragione invece ci appare più importante: ci aspettiamo che a settembre la BCE sia costretta a rivedere le proprie previsioni di medio termine al ribasso per la crescita e, di conseguenza, anche al ribasso per l'inflazione.** La BCE ha infatti delle previsioni di crescita molto elevate per il 2024 e il 2025 (circa il doppio delle nostre e più alte del consenso), non sostenibili alla luce dell'indebolimento recente dei

dati (peraltro riconosciuto dalla BCE nel comunicato stampa di oggi, dove si afferma che “lo scenario di crescita di breve periodo si è deteriorato”). Qualsiasi modello macroeconomico in presenza di una revisione al ribasso delle previsioni di crescita presenta di conseguenza anche uno scenario inferiore per l’inflazione. Diventa pertanto più difficile per la BCE, dopo avere orientato il mercato in senso così morbido oggi, ed essersi focalizzata quasi esclusivamente sulla preoccupazione per l’indebolimento della crescita, alzare poi i tassi a settembre presentando al contempo una revisione al ribasso delle previsioni di inflazione di medio termine. La BCE potrebbe ovviamente farlo, ma diventa obiettivamente più complicato.

**Pertanto, ci aspettiamo ora che la BCE a settembre entri in pausa, ma non siamo ancora del tutto convinti che si tratti di una pausa definitiva e, come già sperimentato da Fed e BoE, un ultimo rialzo potrebbe essere ancora necessario successivamente.** Non riteniamo infatti che le indicazioni di discesa per l’inflazione core saranno così rapide e convincenti nei prossimi mesi, mentre sia la dinamica salariale che quella del mercato del lavoro resteranno ancora forti. Non stiamo inoltre prevedendo un ingresso in recessione dell’Eurozona. Riconosciamo però, anche in considerazione della fatica che facciamo a interpretare le motivazioni strutturali che guidano le decisioni della BCE, che la probabilità soggettiva di quest’ultimo rialzo da qui a fine anno ci appare solo di poco superiore 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.*