



La BCE taglia i tassi a settembre in linea con le attese e sembra intenzionata a procedere con un taglio a trimestre

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

“Mario Draghi's report on the future of European competitiveness and Enrico Letta's report on empowering the Single Market stress the urgent need for reform and provide concrete proposals to make this happen” Lagarde durante il Q&A

La BCE ha tagliato a settembre il tasso sui depositi di 25 punti base, al 3.5%, in linea con le attese. La Banca Centrale ha altresì deciso, come precedentemente annunciato a marzo (in occasione della revisione della propria strategia di politica monetaria), di restringere il corridoio attorno al tasso di rifinanziamento: la differenza tra tasso sui depositi e tasso di rifinanziamento scenderà a 15 punti base (dai precedenti 50) e pertanto il tasso di rifinanziamento si porterà al 3.65%, dal 4.25%. Viene invece mantenuta invariata la distanza di 25 punti base tra il tasso di rifinanziamento ed il tasso marginale sui prestiti, con quest'ultimo che scenderà pertanto a 3.90%, dal precedente 4.50%. Le modifiche entreranno in vigore dal prossimo 18 settembre ed erano del tutto attese dal mercato e dagli operatori.

L'interesse del mercato verteva piuttosto su eventuali variazioni di tono o dichiarazioni che potessero lasciar intravedere una valutazione più pessimistica delle prospettive per lo scenario macroeconomico e, di conseguenza, un eventuale orientamento a voler accelerare il ciclo espansivo, con un altro taglio già nella riunione di ottobre, senza attendere dicembre. **A nostro avviso, questa aspettativa era del tutto prematura e non ci aspettavamo alcuna modifica nell'impostazione della BCE, così come infatti avvenuto.**

Diversi elementi continuano del resto a confermare come la BCE sia soddisfatta del ritmo corrente di un taglio dei tassi a trimestre e non senta, almeno per il momento, alcun motivo di deviare da questo percorso.

- 1) Sebbene la BCE esordisca nel comunicato stampa affermando che è divenuto appropriato effettuare “un altro passo nel processo di riduzione della restrizione monetaria” (“*it is now appropriate to take another step in moderating the degree of monetary policy restriction*”), questo altro passo non prelude ad un aumento nella frequenza dei tagli dei tassi: **la decisione è stata unanime** e nessun membro del Consiglio Direttivo ha avanzato la proposta di tagliare di 50 punti base.
- 2) **La valutazione della congiuntura della BCE rimane quella fornita in precedenza e non è cambiata:** la BCE continua infatti a ritenere che **il graduale venire meno della restrizione della politica monetaria e la discesa dell'inflazione consentiranno un progressivo rafforzamento della domanda interna** (sebbene atteso dipanarsi ora con maggiore lentezza), e la debolezza

dell'economia tedesca non ha sorpreso né la BCE né la Bundesbank, secondo quanto affermato dalla Presidente Lagarde. **L'inflazione mostra una tendenza a rientrare all'obiettivo, grazie al graduale processo di rallentamento della crescita salariale, ma le pressioni domestiche si mantengono elevate**, così come la crescita dei prezzi dei servizi (che Lagarde ha sottolineato più volte aver accelerato inaspettatamente al 4.2% ad agosto, dal 4% di luglio).

- 3) Tale scenario è confermato dalla revisione delle previsioni di crescita ed inflazione, come di consueto a cadenza trimestrale, che la BCE ha effettuato a settembre e che riportiamo nella tabella sottostante. **La previsione di crescita è stata ridotta di un decimale su tutto l'orizzonte previsivo, a causa di una più elevata debolezza della domanda interna** e delle attese di un minore contributo dalle esportazioni nette. **La previsione di inflazione è invece rimasta esattamente invariata**, dal momento che la discesa dei prezzi energetici (comunque non ancora del tutto incorporata dalla BCE in questo esercizio previsivo) viene compensata da un profilo più elevato per l'inflazione "core", a causa, appunto, di prezzi domestici ancora "persistenti e resistenti" (*"persistent and resilient"*), che più risentono della crescita salariale ancora elevata. **Anche la valutazione dei rischi sullo scenario non è cambiata rispetto a luglio: orientati al ribasso per la crescita (*"tilted to the downside"*), neutrali per l'inflazione.**

PREVISIONI BCE					
		2024	2025	2026	
PIL	Jun-24	0.9%	1.4%	1.6%	
	Sep-24	0.8%	1.3%	1.5%	
	Fideuram	0.8%	1.0%	1.2%	
INFLAZIONE	Jun-24	2.5%	2.2%	--	1.9%
	Sep-24	2.5%	2.2%	1.9%	
	Fideuram	2.4%	2.1%	2.0%	
CORE (ex food&energy)	Jun-24	2.8%	2.2%	--	2.0%
	Sep-24	2.9%	2.3%	2.0%	
	Fideuram	2.9%	2.3%	2.0%	

- 4) **Ciò detto la BCE si aspetta che il processo di disinflazione prosegua:** la presidente Lagarde ha infatti più volte sottolineato come questo sia **il quinto round consecutivo di formulazione delle previsioni che mostra il rientro dell'inflazione all'obiettivo nel corso del 2025** (nonché nel 2026): pertanto **la Banca Centrale è sempre più fiduciosa sul rientro all'obiettivo dell'inflazione** e può continuare a tagliare i tassi. Questa fiducia si basa sull'attesa che la crescita dei salari gradualmente scenderà e i profitti continueranno ad assorbire l'aumento del costo del lavoro, ma anche grazie ad un recupero di produttività: queste tre dinamiche sono il cardine delle previsioni della BCE per quanto concerne l'inflazione di medio termine.
- 5) **La BCE continua a confermare di voler procedere "meeting by meeting" sulla base dell'osservazione dei dati, restando fermamente "data-dependent" e non volendo predeterminare alcun percorso di discesa dei tassi** (*"We are not pre-committing to a particular rate path"*), così come affermato finora. **E' stato altresì ribadito che la BCE manterrà i tassi ad un livello restrittivo per un periodo sufficientemente lungo a garantire la discesa stabile dell'inflazione al 2%**. Nulla è stato detto, come di consueto ormai, in merito al giudizio della BCE su dove possa situarsi un tasso neutrale di equilibrio, al di sotto del quale la politica monetaria cessa di essere restrittiva: "lo scopriremo quando vi arriveremo", ha detto Lagarde.
- 6) L'ultimo aspetto di interesse della conferenza stampa odierna ha riguardato **l'evidente volontà di Lagarde di sfruttare qualsiasi domanda dei giornalisti per sottolineare l'importanza del "rapporto Draghi"**, auspicando che sia la Commissione sia i Governi nazionali lo recepiscano al più presto al fine di rafforzare la capacità di reazione dell'Unione Europea in questo difficile

frangente. “E’ un rapporto che fornisce una diagnosi severa - delle limitazioni dell’azione dell’Eurozona - ma che è giusto”, ha affermato Lagarde, “e presenta proposte dettagliate di riforme strutturali”.

Ci sembra pertanto improbabile che la BCE possa tagliare i tassi ad ottobre e anche il mercato ha rivisto al ribasso, dopo la riunione della BCE, la probabilità di un altro taglio consecutivo ad ottobre al 24% da un precedente 36%. Del resto, **Lagarde ha anche menzionato il fatto che la BCE si aspetta che l’inflazione di settembre sarà particolarmente favorevole** (nelle nostre previsioni l’inflazione dovrebbe infatti scendere all’ 1.9% dal 2.2% di agosto), ma è destinata poi a risalire verso il 2.4-2.5% entro fine anno e la BCE non sarà certo dipendente dall’osservazione di un dato soltanto, ha detto Lagarde, valutando piuttosto un complesso di dati. Un arco di sei settimane (la prossima riunione si terrà il 17 ottobre) non sembra pertanto sufficiente a muovere il consenso interno alla BCE, che sembra invece piuttosto soddisfatto, almeno per il momento, nel procedere ad un ritmo di un taglio a trimestre.

Continuiamo pertanto ad attendere il prossimo taglio a dicembre. La riunione di dicembre sarà senz’altro più interessante: la revisione delle previsioni, in occasione delle quali ci aspettiamo che la BCE dovrà tagliare ulteriormente le previsioni di crescita, ma anche quelle di inflazione (se la recente debolezza del prezzo del petrolio si protrarrà nelle prossime settimane, e incertezza geopolitica permettendo), **potrebbe infatti rappresentare il momento per una rivalutazione più profonda dello scenario macro ed aprire la porta ad un ritmo di tagli più accelerati, a partire da gennaio 2025**, se la BCE divenisse più convinta che la persistenze debolezza della crescita in Eurozona richieda un intervento di riduzione dei tassi più rapido a causa di un rischio recessivo.

DISCLAIMER

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.