

## **BCE, ultimo rialzo prima del plateau. I commenti dei gestori**

Mai come questa volta gli analisti si sono divisi su quale esito avrebbe avuto il meeting odierno della Banca Centrale Europea. C'è chi prevedeva una pausa e chi un rialzo di 25 punti base. Hanno avuto ragione questi ultimi

14/09/2023 | [Daniele Riosa](#)

Mai come questa volta gli analisti si sono divisi su quale esito avrebbe avuto il meeting odierno della **Banca Centrale Europea**. C'è chi prevedeva una pausa e chi un rialzo di 25 punti base. Hanno avuto ragione questi ultimi. L'istituto di Francoforte ha infatti deciso di alzare i tassi d'interesse di un quarto di punto percentuale, portando il tasso sui rifinanziamenti principali al 4,50%, quello sui depositi al 4%, e quello sui prestiti marginali al 4,75%. **Vediamo, di seguito, come i gestori commentano l'esito della riunione**

**Simona Mocuta**, chief economist di *State Street Global Advisors*, sottolinea che “la decisione non è stata né una sorpresa né era scontata: le probabilità di un ulteriore rialzo erano salite oltre il 50% solo nei giorni immediatamente precedenti la decisione, dopo essersi attestate intorno al 25% all'inizio del mese. A dire il vero, le tesi a favore di una continua stretta e quelle a favore di una pausa nella traiettoria dei rialzi, se non di una vera e propria fine del ciclo di inasprimento, sono diventate ultimamente piuttosto eterogenee, in un contesto di quasi stagnazione e di progressi visibili sul fronte dell'inflazione. Per il momento, il Consiglio direttivo ritiene che la bilancia tenda in favore di un'ulteriore azione preventiva. Ma con i tassi di policy profondamente in territorio restrittivo e con la stretta precedente che sta ancora influenzando l'economia, riteniamo che questo dovrebbe essere, e probabilmente sarà, l'ultimo rialzo di questo ciclo”.

Per **Robert Schramm-Fuchs**, portfolio manager di *Janus Henderson*, “probabilmente si è trattato di una decisione combattuta, ma la BCE ha deciso un ultimo rialzo dei tassi d'interesse che il mercato azionario si aspettava. A giudicare dal linguaggio della dichiarazione e dal declassamento delle stime sull'inflazione a medio termine, sembra che la BCE abbia concluso il ciclo di rialzi e che ci si debba aspettare un lungo plateau. Storicamente, sembra che i mercati azionari tendano ad accogliere con favore l'ultimo rialzo dei tassi di un ciclo, che sia seguito o meno da una recessione. La Germania, la maggiore economia europea, è stata certamente sull'orlo di una recessione tecnica nel corso di quest'anno e l'Eurozona nel complesso non ne è lontana. In questo senso, ciò non dovrebbe più sorprendere negativamente. Molti titoli ciclici europei sono già prezzati per la recessione. Di conseguenza, vediamo ora un miglioramento del rapporto rischio/rendimento e un terreno di caccia fertile per gli stock picker in Europa”.

**Carlo De Luca**, responsabile asset management di *Gamma Capital Markets*, spiega che “la BCE ha aumentato i tassi perché la riduzione dell'inflazione non è così marcata come ci si attendeva a causa dell'impatto degli elevati costi energetici sia sul paniere americano che su quello europeo, generati a loro volta dai tagli alla produzione di petrolio dei sauditi, oltre che dai consumi (non da

economie in recessione) di Cina e Stati Uniti. Le aspettative di mercato, valutate attraverso i Futures sugli Euribor, suggeriscono che l'indice Euribor dovrebbe continuare a crescere fino alla fine dell'anno, ma in maniera moderata. La BCE ha ribadito più volte che la scelta di agire sui tassi dipende dai dati. L'inflazione è in calo, ma resta su livelli elevati (ad Agosto era pari a 5,3%, superiore rispetto alle aspettative del 5,1%). Le nuove stime della BCE vedono l'inflazione oltre il 3% nel 2024, questo conferma i timori su una lotta all'inflazione più difficile del previsto (il target del 2% è ancora lontano) e può allontanare le ipotesi di possibili tagli ai tassi di interesse. L'altro driver principale è il PIL, rivisto al ribasso rispetto alle ultime stime”.

**Steve Ryder**, sovereign portfolio manager di *Aviva Investors*, rileva che "in occasione del meeting odierno, la BCE ha aumentato i tassi di 25 punti percentuali, sebbene la decisione non sia stata unanime e sia stata accompagnata da una dichiarazione in cui si afferma che 'i tassi hanno ormai raggiunto livelli sufficientemente restrittivi'. A questo punto, la BCE è entrata nella fase di 'attesa' per il prossimo futuro. D'ora in poi l'attenzione si concentrerà sull'entità della contrazione della crescita e sul modo in cui questa contribuirà a un ulteriore calo dell'inflazione. Riteniamo improbabile un rialzo e concordiamo pertanto con la price action che si concentra sulla fine del ciclo di inasprimento".

Secondo **Richard Flax**, chief investment officer di *Moneyfarm*, "questo nuovo aumento riflette la crescente preoccupazione del Consiglio Direttivo di fronte al rallentamento del quadro economico e finanziario e alla resilienza dell'inflazione di base. Ad oggi le proiezioni macroeconomiche della BCE per l'Area Euro vedono un'inflazione media al rialzo per il 2023 (5,6%) e per il 2024 (3,2%), mentre il livello medio di aumento dei prezzi è stato rivisto al ribasso per il 2025 (2,1%). Raffreddamento della crescita e inflazione persistente contribuiscono a creare uno scenario di stagflazione che pone seri problemi sul tavolo dei banchieri centrali, i quali, come lascia intuire la decisione di oggi, sono verosimilmente disposti ad affrontare le conseguenze di un deterioramento dei dati economici pur di proseguire la loro battaglia contro l'inflazione. Il tentativo di mantenere i prezzi nell'Eurozona stabili ad ogni costo potrebbe portare con sé conseguenze ad oggi ancora difficili da calcolare con esattezza".

**Andrea Delitala**, head of euro multi asset di *Pictet Asset Management*, spiega che "la BCE ha alzato i tassi per la decima volta in questo ciclo (per un totale di 4,5% di incremento). La frase più significativa dello statement di accompagnamento sembra essere quella in cui si afferma che in base a quanto sappiamo oggi, il livello raggiunto dai tassi di interesse di policy (4% sul Depo 4,5% sul Refi) sia congruente con il raggiungimento del target di inflazione, almeno per quanto riguarda il ruolo della Politica Monetaria (cit: "Based on its current assessment, the Governing Council considers that the key ECB interest rates have reached levels that, maintained for a sufficiently long duration, will make a substantial contribution to the timely return of inflation to the target"). Il che qualifica la decisione odierna, apparentemente non unanime, ma comunque basata su ampia maggioranza, come un Dovish Hike che esaurisce per il momento l'urgenza di ulteriori interventi. I dati europei hanno recentemente fatto registrare un deterioramento dell'attività assieme ad una certa vischiosità dell'inflazione. Quest'ultimo ha indotto il Governing Council a rialzare, ma la perdita di tono ha certamente pesato nel segnalare la pausa in attesa che l'inasprimento delle condizioni finanziarie facciano il loro corso – c'è sempre un ritardo (18mesi circa) negli effetti".

**Anna Stupnytska**, global macro economist di *Fidelity International*, guarda alle piazze finanziarie: "D'ora in poi, l'attenzione dei mercati si sposterà sulla durata del mantenimento dei tassi a questi livelli restrittivi, che dipenderà ovviamente dalla traiettoria dell'inflazione e della crescita. Nella conferenza stampa, Christine Lagarde ha sottolineato la determinazione della BCE a fissare i tassi di interesse a 'livelli sufficientemente restrittivi per tutto il tempo necessario'. Quando la politica monetaria inizierà a mostrare i suoi effetti e una recessione nell'area euro si profilerà

all'orizzonte, la BCE potrebbe essere costretta a una rapida correzione di rotta nel 2024, ma per il momento è probabile che le sue indicazioni si concentrino sullo scenario "higher for longer".

**Martina Daga**, junior macro economist di *AcomeA SGR*, mette in evidenza che "avvicinandoci alla fine del ciclo dei rialzi l'attenzione si sta spostando da 'quanto ancora alzeranno i tassi di riferimento' a 'per quanto tempo rimarranno alti' e verso gli altri strumenti di politica monetaria nelle mani della Bce. Per il momento non sono stati annunciati cambiamenti nel programma di Quantitative Tightening, da luglio la Bce ha smesso di reinvestire tutti i titoli in scadenza del programma APP, a oggi la Bce detiene un totale di euro 3.135 bn dei titoli in questo programma principalmente concentrati nel PSPP, mentre per il momento rimane garantito il reinvestimento dei titoli in scadenza del programma PEPP fino alla fine del 2024. La liquidità in eccesso è rimasta sostanzialmente stabile da fine giugno, quando ha registrato un calo importante dovuto non solo all'avanzamento del programma di QT, ma anche al ripagamento della scadenza di giugno del TLTRO da parte delle banche europee".

Per **Orla Garvey**, senior fixed income portfolio manager di *Federated Hermes*, "la Bce ha aumentato i tassi di 25 punti percentuali, dando la priorità alle preoccupazioni per l'inflazione rispetto a quelle per la crescita. La dichiarazione sembra suggerire il desiderio di mantenere i tassi ai livelli attuali e sottolinea la convinzione che ciò "contribuirà in modo sostanziale" a riportare l'inflazione verso l'obiettivo. Non sono state apportate modifiche al Pepp o ai requisiti di riserva, il che ha probabilmente determinato la forte sovraperformance degli spread dei periferici. È chiaro che la Bce vuole concludere subito e i dati sulla crescita probabilmente lo confermano, ma ci sono ancora alcuni ostacoli da superare verso la fine dell'anno, in particolare per quanto riguarda i prezzi dell'energia".

**Dave Chappell**, senior fixed income portfolio manager di *Columbia Threadneedle Investments*, prevede che "il messaggio di tutte le banche centrali sarà ora 'più in alto più a lungo', nell'ottica di mantenere una politica restrittiva per un periodo prolungato. Le condizioni economiche determineranno la durata di questo periodo in ciascuna area geografica. Alcune 'fonti' avevano alimentato le aspettative di una probabile mossa questa settimana, facendo trapelare l'informazione di una revisione al rialzo delle previsioni di inflazione per il 2024. Il rialzo è stato però accompagnato da un abbassamento delle prospettive di inflazione core e di crescita per l'intero periodo di previsione. Si sospetta che i 'falchi' del comitato abbiano spinto molto per un rialzo, rendendosi conto che la finestra d'azione si sta chiudendo con l'indebolimento del contesto macroeconomico. I membri più prudenti hanno probabilmente proposto la definizione di 'livelli raggiunti' come compromesso. Le condizioni del credito continuano a restringersi e le economie si stanno nuovamente indebolendo, soprattutto in Germania, da sempre motore di crescita dell'Eurozona. La banca centrale spera che il calo dell'inflazione sostenga i consumi attraverso una ripresa dei redditi reali, ma deve fare attenzione agli effetti ritardati della politica monetaria e dello stallo della crescita sulla disoccupazione, che per ora rimane a livelli storicamente bassi".

**Mondher Bettaieb-Loriot**, head of corporate bonds di *Vontobel*, si dice "soddisfatto della decisione odierna della BCE. Il comunicato stampa suggerisce che il loro ciclo di rialzi è terminato, come indicato in questa riga: "il consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, contribuiranno in modo sostanziale al tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo. A mio avviso, questo commento indica che il ciclo di rialzi potrebbe essere finito. Mi piace anche il fatto che abbiano rivisto leggermente al ribasso le previsioni sull'inflazione di fondo al 2025, il che significa che sono fiduciosi che l'inflazione di fondo continuerà a diminuire. Tutto ciò lascia spazio a una modesta crescita economica l'anno prossimo, a tutto vantaggio del nostro segmento delle obbligazioni societarie".

**Antonella Manganelli**, a.d. e responsabile investimenti di *Payden & Rygel Italia*, mette in luce la reazione delle piazze finanziarie: "In seguito alla conferenza, i mercati si sono mossi a prezzare un primo taglio da 25 punti base già nel luglio del 2024. I rendimenti a scadenza dei governativi, intanto, si sono mossi al ribasso su tutta la linea, almeno nei primi minuti. In contemporanea alla conferenza, poi, i dati macroeconomici rilasciati negli Stati Uniti – tra cui le vendite al dettaglio – hanno sorpreso tutti in positivo. Questo ha controbilanciato parzialmente il ribasso dei rendimenti, e ha esacerbato la discesa dell'euro. Infine, si è assistito a una riduzione dello spread BTP-Bund, a causa del mancato riferimento all'avvio di operazioni di riduzione di bilancio da parte della BCE".

Anche per **Patrice Gautry**, chief economist di *UBP*, "la BCE non ha sorpreso i mercati per l'aumento dei tassi di interesse, ma piuttosto per alcuni commenti dovish sulla forward guidance sui tassi. Sebbene attualmente permangano rischi di rialzo per l'inflazione, i tassi di riferimento hanno raggiunto un livello restrittivo che, secondo la BCE, potrebbe essere mantenuto per un periodo molto lungo. La BCE ha implicitamente affermato che i tassi hanno raggiunto il picco o sono molto vicini ad esso; l'opzione di un ulteriore rialzo dipende dai dati sull'inflazione core, che rimane la principale preoccupazione della BCE; tuttavia, la presidente Lagarde ha affermato che l'inflazione dovrebbe ridursi ulteriormente nei prossimi mesi grazie agli effetti molto positivi dei prezzi dell'energia. Questa dichiarazione sui tassi 'sufficientemente restrittivi' per un 'periodo sufficientemente lungo' suona ora più dovish per i mercati rispetto alle precedenti comunicazioni della BCE. La probabilità di un nuovo rialzo dei tassi dovrebbe essere sempre più bassa, considerato lo scenario previsto per la crescita e l'inflazione".

**Francesco Castelli**, head of credit strategy di *Banor*, constata che "anche se una pausa nella prossima riunione è probabile, Lagarde ha continuato a tenere un tono aggressivo, puntando invece a una strategia di mantenimento di tassi più alti per un periodo prolungato: i tassi "saranno fissati a livelli sufficientemente restrittivi per tutto il tempo necessario." Questo riflette il sentimento della Fed, con la BCE che esprime la convinzione che ci stiamo avvicinando ai livelli dei tassi di interesse necessari per moderare l'economia e contribuire significativamente alla moderazione dell'inflazione. Tuttavia, le recenti proiezioni del personale della BCE indicano che l'inflazione supererà il 2% per tutto l'orizzonte di previsione, compreso il 2025. Questa tendenza sfavorevole ha probabilmente indotto la BCE ad adottare una posizione più aggressiva":

**Felix Feather**, analista economico di *abrdn*, fa emergere che "la decisione è arrivata nonostante la debolezza dei dati economici degli ultimi mesi. A nostro avviso la BCE continua ad alzare i tassi in un contesto di recessione che probabilmente è già in corso. L'ultimo rialzo potrebbe rendere più profonda la flessione e più lenta la ripresa. Nonostante la sconfitta, sembra che le "colombe" della banca siano riuscite a ottenere un'intelaiatura dovish al cui interno è stato deciso il rialzo. In effetti, sembra che la banca consideri ormai concluso il proprio ciclo di rialzi (a meno di grandi sorprese). Pensiamo che questo sarà l'ultimo rialzo dei tassi di questo ciclo. Ci aspettiamo comunque dei tagli nel 2024, quando gli effetti della recessione imminente sul mercato del lavoro e sui prezzi al consumo diventeranno evidenti".

Secondo **Nicolas Forest**, chief investment officer di *Candriam*, "la BCE rischia di commettere un errore politico simile a quello del 2011? Sebbene le prospettive macroeconomiche siano ora completamente diverse, l'attuale rialzo dei tassi potrebbe ulteriormente frenare la domanda di credito, già negativamente colpita. L'economia dell'Eurozona ha registrato una performance insufficiente e la Germania, la sua maggiore economia, sembra avviarsi verso una recessione. Questo rialzo dei tassi potrebbe segnare la fine di uno dei cicli di inasprimento più aggressivi della BCE".

**Peter Goves**, head of developed market debt Sovereign Research di *MFS IM*, sostiene che sia "probabile che ora i rialzi siano sospesi e non ci siano ulteriori rialzi. In altre parole, a meno che non si verifichi un cambiamento decisivo nelle tendenze dei dati prevalenti, riteniamo che la BCE possa dire basta. L'attenzione si sta spostando dal livello effettivo dei tassi alla durata dei tassi restrittivi. Ciò è di supporto per i tassi core. Gli spread EGB rimangono relativamente solidi e si restringono di giorno in giorno. Questa riunione viene chiaramente interpretata come una riunione dovish".

**Alvaro Sanmartin**, chief economist di *Anchor IS*, pensa che "l'inflazione di fondo nell'Eurozona scenderà in modo significativo nei prossimi mesi e che questo significherà che la Bce non dovrà aumentare ulteriormente i tassi. Allo stesso tempo, come sapete, considero che l'economia europea sia meno debole di altre e quindi penso anche che i tassi impiegheranno molto tempo a scendere. In generale, ritengo che la riunione odierna della Bce sia stata positiva e che darà fiducia al mercato".

**Tomasz Wieladek**, chief European economist di *T.Rowe Price*, ricorda che "in passato, la Bce ha tagliato i tassi di interesse quando il mercato del lavoro ha iniziato a peggiorare in maniera significativa. Credo che arriveremo a questa fase nei prossimi sei mesi circa. Ciò implicherebbe un taglio anticipato rispetto a quello attualmente previsto dai mercati. Quando il mercato del lavoro avrà cambiato direzione, la Bce opterà per un taglio significativo al tasso di interesse il prossimo anno. I mercati dovranno comunque prezzare ulteriori tagli alla curva nel corso del prossimo anno, sulla base della debolezza dei dati che emergeranno nei prossimi mesi. In questo scenario, l'euro dipenderà sempre più dai dati e si deprezzerà ulteriormente. Ritengo che i dati rimarranno deboli o continueranno a peggiorare in futuro. È probabile che l'euro scenda a 1,05 contro il dollaro entro la fine dell'anno, dato che si prezzano altri tagli".