

## Ecco perché la BCE manterrà (per ora) la sua “buona posizione”

Ci aspettiamo che la BCE non modificherà i tassi nella riunione della prossima settimana, anche se il dibattito tra falchi e colombe sarà probabilmente più acceso di quanto i mercati abbiano scontato



We think the discussion at next week's ECB meeting looks set to be more controversial than markets are currently pricing in

Il gran numero di funzionari della Banca Centrale Europea tornati dalla pausa estiva con dichiarazioni piuttosto aggressive ci spinge alla resa. A questo punto ci aspettiamo che la BCE mantenga i tassi invariati nella riunione della prossima settimana. Tuttavia, un po' perché non ci piace perdere e un po' perché ci sono ancora valide argomentazioni a favore, un taglio dei tassi la prossima settimana o più avanti quest'anno non dovrebbe essere del tutto escluso.

### La BCE ha buoni motivi per non tagliare i tassi

I [verbali della riunione di luglio](#), così come i commenti ufficiali della BCE dalla fine della pausa estiva, hanno sottolineato che l'asticella per un ulteriore taglio dei tassi da parte della banca centrale è alta.

Almeno a prima vista, diversi sviluppi più favorevoli durante l'estate hanno rafforzato l'atteggiamento attendista. [L'accordo commerciale tra Stati Uniti e UE](#) "avrebbe potuto andare peggio", una crescita del PIL decente nel secondo trimestre e indicatori del sentiment delle

imprese in continuo miglioramento hanno rafforzato, anziché indebolire, le ragioni per mantenere la posizione in attesa alla riunione di settembre. L'ultima prova che i falchi porteranno nella sala riunioni del Consiglio direttivo della BCE la prossima settimana è il [lieve aumento dell'inflazione ad agosto](#).

## Ma ne ha anche per tagliarli

Tuttavia, i verbali di luglio hanno anche mostrato che almeno alcuni membri della BCE erano – e probabilmente lo sono ancora – preoccupati per un possibile calo eccessivo dell'inflazione. L'intervista dell'esponente del board di Francoforte Olli Rehn al Financial Times ha dimostrato che queste considerazioni e preoccupazioni accomodanti non sono scomparse durante l'estate. Anzi, si basano su diverse buone ragioni.

1. Una crescente consapevolezza tra i responsabili politici dell'Eurozona che l'accordo quadro commerciale tra Stati Uniti e UE è tutt'altro che definitivo. La condizionalità implicita in molti aspetti ha lasciato ampio spazio a nuove escalation.
2. A giudicare semplicemente dall'evoluzione delle cosiddette ipotesi tecniche, ovvero tassi di interesse e di cambio, la nuova tornata di proiezioni della BCE dovrebbe comportare una leggera revisione al ribasso dell'inflazione e della crescita per il 2026.
3. Infine, anche se la BCE contesta fermamente di reagire alla politica monetaria di altri Paesi, una Federal Reserve che avvia una serie aggressiva di tagli dei tassi potrebbe portare a un ulteriore rafforzamento dell'euro e quindi a un'inflazione della moneta unica al di sotto dell'obiettivo.

## La questione francese

La riunione della BCE della prossima settimana segue [il voto di fiducia del parlamento francese](#) in programma l'8 settembre. Non ci addentreremo qui nell'esito di questo voto, ma è chiaro che gli ultimi sviluppi economici e politici in Francia potrebbero diventare [motivo di preoccupazione anche per la BCE](#). Non tanto per quanto riguarda la decisione sui tassi di interesse, quanto piuttosto per il potenziale supporto della BCE in caso di un [aumento dei rendimenti dei titoli di Stato francesi](#).

D'altro canto, la conferenza stampa della BCE potrebbe rivelarsi più delicata del solito, perché la Lagarde deve evitare di ripetere l'errore del 2020, quando aveva lasciato trasparire dubbi circa la sua propensione a spingersi fino a un draghiano 'whatever it takes'. Al contempo la presidente della BCE deve evidenziare che il sostegno dell'Eurotower non può essere dato per scontato. Lagarde dovrà infatti sottolineare che il Transmission Protection Instrument (TPI) può essere attivato solo per i Paesi che rispettano effettivamente le regole di bilancio europee o che stanno almeno seguendo i percorsi di aggiustamento previsti, una condizione che la Francia attualmente non soddisfa.

È vero che la banca centrale ha un certo margine di manovra. Nelle condizioni del TPI ha affermato che "i criteri contribuiranno al processo decisionale del Consiglio direttivo e saranno adattati dinamicamente ai rischi e alle condizioni che si presenteranno", ma sembra molto improbabile che conceda alla Francia carta bianca in anticipo. Quasi 10 anni fa, quando gli fu chiesto perché la Francia avesse ricevuto maggiore margine di manovra nell'aderire alle regole di bilancio, l'ex

Presidente della Commissione Europea Jean-Claude Juncker rispose: "perché è la Francia". È improbabile che Lagarde ripeta una simile risposta quando si tratterà del TPI.

## Non si può escludere un ultimo taglio dei tassi entro la fine dell'anno, per ora

Tutto sommato, la discussione alla riunione della BCE della prossima settimana sembra destinata a essere più controversa di quanto i mercati stiano attualmente scontando. Per noi, la riunione della prossima settimana è un esempio del fatto che gli osservatori delle banche centrali a volte devono distinguere tra ciò che una banca centrale dovrebbe fare e ciò che farà. Pur nutrendo ancora una certa simpatia per un altro taglio dei tassi, piuttosto preventivo, per evitare un ingiustificato rafforzamento dell'euro e un'inflazione sottostimata, vediamo anche che la maggioranza della BCE non condivide questa opinione e sottolinea invece i segnali di resilienza e i recenti dati concreti.

Al momento la BCE non sembra intenzionata a lasciare la sua "buona posizione", anche se non si può ancora escludere un taglio dei tassi entro la fine dell'anno.

### Autore

#### Carsten Brzeski

Global Head of Macro

[carsten.brzeski@ing.de](mailto:carsten.brzeski@ing.de)

### Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate).* Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa. ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito [www.ing.com](http://www.ing.com).