

Focus Area Euro

BCE: l'elusivo concetto di durata sufficiente

La BCE ha detto di ritenere che i tassi di interesse di riferimento si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento dell'obiettivo del 2%. Ma quanto è "sufficientemente lungo"?

- Una sequenza di dati economici negativi e il calo dell'inflazione a ottobre hanno convinto i mercati che la BCE potrebbe avviare la fase di riduzione dei tassi ufficiali già la prossima primavera. I mercati scontano almeno 75pb di taglio dei tassi ufficiali entro fine 2024. Gli economisti propendono invece per una fase di stabilità più estesa, fino a settembre 2024.
- Come hanno reagito i membri del consiglio direttivo BCE all'aumento del rischio di recessione e a movimenti di mercato che vanno in direzione opposta al timido *tightening bias* ancora presente nell'ultimo comunicato di politica monetaria?
- I governatori hanno espresso posizioni variegata nel merito; nel complesso, l'orientamento a escludere tagli dei tassi è forte soltanto su un orizzonte di due trimestri. Oltre tale periodo, le opinioni si fanno variegata.
- Riteniamo opportuno che in questa fase incerta la BCE non fornisca una *forward guidance* forte sull'andamento dei tassi, perché in questo modo le condizioni finanziarie si possono adattare meglio e prima al flusso dei dati sull'andamento dell'economia.
- Quali sono le condizioni che giustificherebbero un taglio dei tassi? A nostro giudizio: (1) un aggiustamento dei tassi nominali per mantenere invariato il livello dei tassi reali di interesse a breve termine a fronte del calo dell'inflazione, (2) una caduta dell'attività economica significativamente superiore alle attese, tale da configurare uno scenario recessivo per l'Eurozona; (3) una drastica accelerazione nel processo di trasmissione della politica monetaria, con segnali di *credit o liquidity crunch*.
- Nel primo caso, la discesa dell'inflazione dovrebbe essere superiore alle attese, per portare a un taglio già alla riunione di aprile 2024; un anticipo a giugno o luglio non si potrebbe del tutto escludere neppure nello scenario base, anche se non lo consideriamo lo scenario più probabile alla luce delle nostre previsioni di riaccelerazione della crescita a partire dal secondo trimestre.
- Nei due scenari di rischio, invece, l'avvio del ciclo di riduzione potrebbe avvenire prima e il taglio potrebbe essere più rapido.

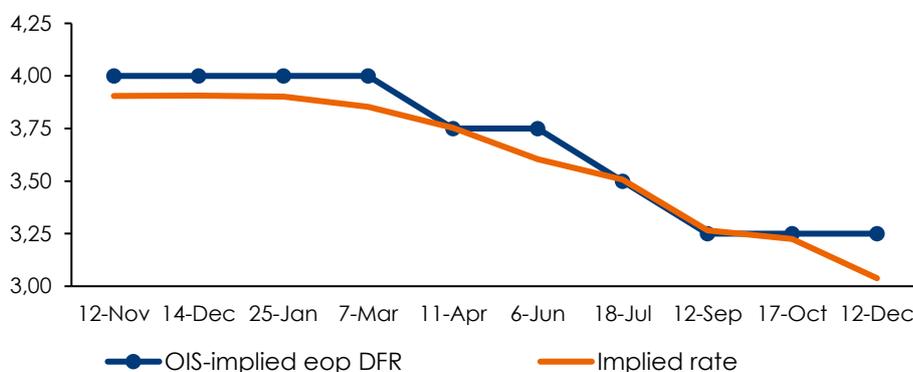
15 novembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Tassi impliciti negli OIS e implicazioni per il DFR della BCE



Nota: il DFR coerente è calcolato sulla base di uno spread con ESTR costante e arrotondando ai 25pb più vicini;
Fonte: LSEG

BCE: l'elusivo concetto di durata sufficiente

Il calo dell'inflazione al 2,9% in ottobre e il succedersi di sorprese negative sul fronte di indagini di fiducia e dati reali hanno indotto i mercati a scommettere su tagli dei tassi BCE fin dall'aprile 2024. Mentre scriviamo, il mercato OIS sconta oltre 75 punti base di tagli entro fine anno, circa uno ogni trimestre. Gli analisti propendono invece per una fase di stabilità più lunga, fino all'estate.

Fino a che punto ciò si riconcilia con la comunicazione BCE sulle prospettive della politica monetaria? Quali sono gli scenari che possono portare a tagli dei tassi nel 2024, e che cosa implicano riguardo ai tempi e alla velocità degli stessi?

La reazione della presidente Lagarde e dei governatori

Come premessa generale, nel momento in cui la Banca centrale dichiara che le decisioni saranno prese "riunione per riunione" e che il livello dei tassi potrebbe essere già adeguato a conseguire l'obiettivo nel 2025, sarebbe incongruente attendersi una comunicazione invadente, orientata a modificare le aspettative dei mercati. **Il valore della forward guidance è maggiore quando la direzione dei tassi è definita e condivisa:** in tal caso, l'indirizzo serve a ridurre le reazioni dei tassi a notizie in contrasto con la direzione della politica monetaria. Attualmente, la BCE valuta che i tassi potrebbero non salire più e che il nodo da sciogliere riguarda piuttosto la durata del periodo di tassi stabili. Riguardo a questo punto, due fattori compromettono la possibilità di fornire indicazioni a medio termine: in primo luogo, il consiglio non ha una posizione concorde in particolare riguardo al rischio di "ritorni di fiamma" dell'inflazione; in secondo luogo, le previsioni sull'andamento dell'economia nei prossimi mesi sono soggette a grande incertezza e, recentemente, si sono materializzati rischi al ribasso che il consiglio dovrà valutare a dicembre. Lasciando i mercati liberi di reagire alle notizie sull'economia, **la BCE consente alle condizioni finanziarie di assestarsi in modo coerente al mutamento delle circostanze.**

La presidente **Lagarde** è intervenuta sulla questione dei possibili tagli dei tassi in occasione di una partecipazione a un evento del Financial Times, il 10 novembre. Lagarde ha fissato una sorta di minimo al concetto di **durata "sufficiente"**, sostenendo che **non è compatibile con variazioni nell'arco dei prossimi due trimestri**, ribadendo per il resto la formulazione dell'ultimo comunicato stampa.

Il 9 novembre, il vice-presidente **De Guindos** si è limitato a dire che "qualsiasi discussione riguardo la riduzione dei tassi è chiaramente prematura". L'idea che i tassi siano destinati a restare stabili per qualche tempo è condivisa anche da **Centeno, Makhoul e Vujčić**. Che qualcosa sia comunque cambiato, emerge dalle dichiarazioni di **Nagel** (Bundesbank) dell'8 novembre: invece di ricordare che i dati potrebbero ancora richiedere aumenti dei tassi, Nagel si è limitato a escludere la possibilità di tagli dei tassi fino a quando l'inflazione resta così elevata.

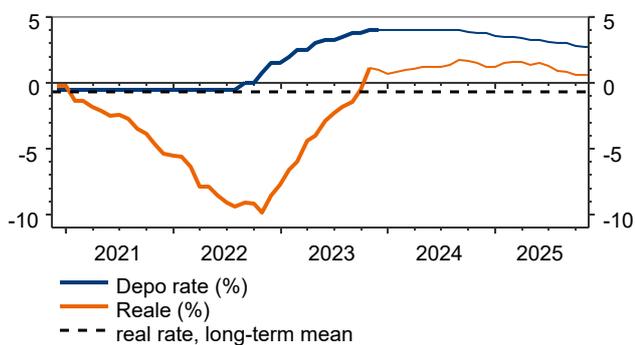
Le ultime dichiarazioni che invitano a non sottovalutare la possibilità di nuovi rialzi sono venute il 2 novembre da Schnabel, il 6 novembre da Holzmann (Austria) e l'8 novembre da Kazāks (Lettonia). **Isabel Schnabel** è tornata sul tema del rischio connesso "all'ultimo miglio" del processo di disinflazione. Nel suo discorso, ha ricordato che nel 90% degli episodi inflattivi irrisolti censiti dal FMI l'inflazione era calata significativamente nei primi tre anni, salvo poi restare elevata o risalire in seguito. Nell'area dell'euro, ha affermato Schnabel, perché l'inflazione si comporti come previsto dallo staff a settembre, dovranno materializzarsi due condizioni: la prima, che il costo del lavoro per unità di prodotto rallenti su livelli coerenti con un'inflazione al 2% nel medio termine; la seconda, che i margini di profitto delle imprese assorbano in parte lo shock sul costo del lavoro. Schnabel ne trae l'implicazione che la politica monetaria debba continuare a frenare la domanda, soprattutto a fronte del rischio di politiche fiscali ancora troppo espansive nei prossimi anni. Perciò, ha dichiarato, "non possiamo chiudere la porta a nuovi rialzi dei tassi".

Che cosa può indurre la BCE a tagliare i tassi? Tre ipotesi di percorso

Alla luce della significativa probabilità di recessione che grava sullo scenario dell'Eurozona, la nostra valutazione è che i timori di Schnabel saranno superati nei prossimi mesi. A questo punto, perciò, siamo propensi a escludere del tutto la possibilità di nuovi rialzi dei tassi. La vera domanda da porsi è piuttosto quando potrebbe essere avviata la fase di riduzione degli stessi. Ipotizziamo tre diversi scenari che potrebbero condurre a tale esito, con implicazioni diverse riguardo ai tempi.

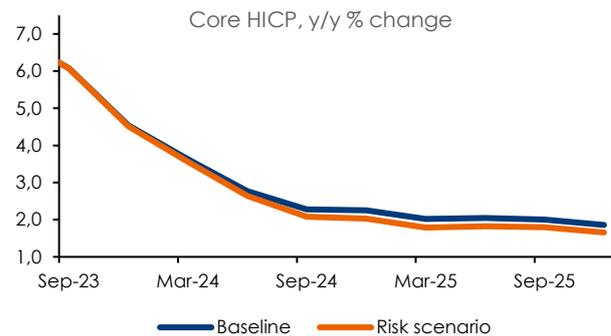
Nello scenario base, l'inflazione continua a calare come previsto, mentre l'economia reale galleggia in uno scenario di sostanziale e protratta stagnazione fino al primo trimestre 2024; in seguito, riaccelera senza la necessità di un allentamento della politica monetaria, grazie alla ripresa del reddito disponibile delle famiglie e della domanda estera. In tal caso **la BCE potrebbe iniziare a tagliare i tassi ufficiali a partire da luglio o settembre 2024** per mantenere invariato il livello dei tassi reali a breve termine; i tagli successivi (circa 1 a trimestre) potrebbero poi avviare una graduale riduzione del livello di restrizione della politica monetaria, in parallelo al rientro dell'inflazione verso l'obiettivo e al raffreddamento delle aspettative. Nel percorso ipotizzato, il tasso reale a breve termine cala a 0,5-0,6% nel secondo semestre 2025. Una discesa più rapida del previsto dell'inflazione nei primi mesi del 2024 potrebbe forse creare il consenso per un anticipo al 6 giugno del primo taglio di assestamento; al contrario, battute di arresto nel processo di disinflazione condurrebbero a uno slittamento a fine estate o a ottobre.

Nello scenario base, in assenza di recessione i tassi ufficiali vengono tagliati prima per mantenere, poi per ridurre, il livello dei tassi reali



Nota: il tasso reale è ricavato sottraendo l'inflazione corrente dal livello nominale del tasso. Fonte: elaborazioni e previsioni Intesa Sanpaolo

Se la contrazione del PIL si accentuasse in questo trimestre e nel prossimo, il miglioramento dello scenario inflattivo potrebbe consentire di anticipare i tagli



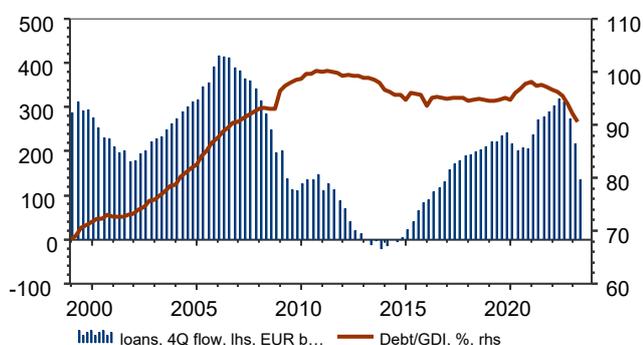
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Una seconda possibilità è legata allo **scenario alternativo** in cui l'Eurozona scivola rapidamente in una **moderata recessione**. In questo scenario, il PIL si contrae significativamente nel trimestre corrente e nel prossimo, al ritmo almeno di 0,2% t/t, resta in marginale contrazione nel secondo trimestre 2024 e poi torna a crescere in linea con lo scenario base. Si tratterebbe di una notevole deviazione dallo scenario base dello staff BCE: sulla base della distribuzione riportata nella Chart 1 del rapporto previsionale BCE, si collocherebbe approssimativamente fra il 10 e il 20% di probabilità, ma potrebbe essere diventato relativamente più probabile alla luce dei dati più recenti. Una sorpresa negativa di questa dimensione potrebbe essere associata a un aumento del tasso di disoccupazione di 0,2-0,3 decimi di punto e a una revisione al ribasso delle proiezioni di inflazione core di 0,2 decimi nel 2025. Una sorpresa negativa di tali proporzioni, dunque, avrebbe ripercussioni significative sulle prospettive dell'inflazione, riducendo il rischio che eventi inattesi la mantengano sopra il 2% anche nel 2025. Considerando che ci potrebbero essere impatti sull'inflazione già nel 2024, tale scenario giustificerebbe un allentamento della politica monetaria in tempi più ravvicinati rispetto a quanto previsto nello scenario base: il primo taglio

potrebbe avvenire già alla riunione dell'11 aprile e poi continuare a giugno con altri 25pb di riduzione.

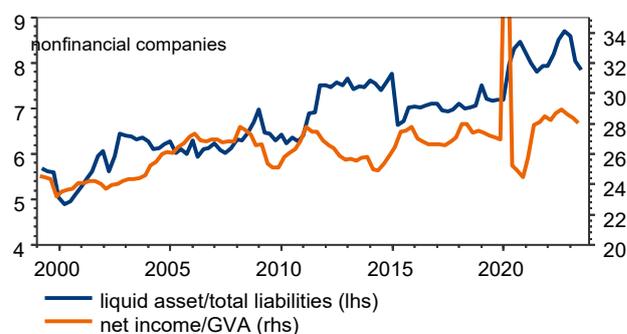
Il **terzo scenario** che potrebbe condurre a un allentamento della politica monetaria è connesso al **manifestarsi di effetti soglia inattesi nella trasmissione della politica monetaria**. La BCE sta già notando un'intensa trasmissione della politica monetaria alle condizioni finanziarie, come emerge dalla conferenza stampa di ottobre e dai discorsi successivi. Tuttavia, il processo è stato finora ordinato e gli impatti sono mitigati dalle condizioni relativamente solide, nell'aggregato, dei bilanci di famiglie e imprese. I flussi di credito sono stati meno negativi a settembre che nei mesi precedenti. La leva finanziaria delle imprese (1,7x nel 2° trim. 2023) è tuttora vicina ai minimi storici, così come le attività liquide sono ancora elevate in rapporto al valore delle passività totali. Dal lato delle famiglie, il debito è calato in rapporto ai redditi verso livelli relativi che non si vedevano da oltre un decennio. Anche dal lato delle banche, i *buffer* di capitale e liquidità sono robusti, come notava il vice-presidente [De Guindos](#) nel suo discorso del 13 novembre.

Il debito delle famiglie nell'Eurozona è al livello più basso dal 2009, in rapporto al reddito disponibile



Fonte: BCE, Sector accounts

Le imprese non finanziarie hanno ampie riserve di liquidità e, in media, buona redditività



Fonte: BCE, Sector accounts

L'ipotesi dietro questo scenario è che una fase prolungata di condizioni finanziarie restrittive consumi i margini di sicurezza oggi presenti nei bilanci, portando a un'improvvisa accelerazione degli effetti negativi sulla domanda, sia diretti sia attraverso il peggioramento del clima di fiducia. Ciò potrebbe manifestarsi con un aumento repentino dei casi di insolvenza tra le imprese più indebitate o con minore redditività. Il calo dei prezzi immobiliari potrebbe fare da acceleratore, riducendo il valore delle garanzie e le possibilità di accesso al credito. È difficile collocare temporalmente un simile scenario di rischio, ma è plausibile che si possa manifestare dopo molti mesi di politica monetaria restrittiva: cioè più nel corso del 2024, che nei prossimi mesi. In tal caso, **potrebbe agire come acceleratore dell'allentamento, invece che come attivatore dello stesso**: in altre parole, potrebbe rendere la fase di taglio dei tassi più rapida.

Quindi, quando sarà il primo taglio dei tassi?

La conclusione che ci sentiamo di trarre dall'analisi precedente è che lo scenario di base potrebbe essere compatibile con una marginale correzione del livello nominale dei tassi nel corso dell'estate 2024, e poi da una seconda nel trimestre autunnale. La data di avvio potrebbe essere anticipata o ritardata dall'intensità del calo dell'inflazione e del previsto rimbalzo della crescita. L'ipotesi che i tagli partano già l'11 aprile è condizionata al manifestarsi di uno scenario recessivo a brevissima scadenza: una possibilità tutt'altro che remota, ma attualmente non il nostro scenario centrale.

Appendice

Certificazione degli analisti e comunicazioni importanti

Gli analisti che hanno redatto il presente documento dichiarano che le opinioni, previsioni o stime contenute nel documento stesso sono il risultato di un autonomo e soggettivo apprezzamento dei dati, degli elementi e delle informazioni acquisite e che nessuna parte del proprio compenso è stata, è o sarà, direttamente o indirettamente, collegata alle opinioni espresse.

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo S.p.A., Intesa-Sanpaolo S.p.A.-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp (membro del NYSE e del FINRA). Intesa Sanpaolo S.p.A. si assume la piena responsabilità dei contenuti del documento. Inoltre, Intesa Sanpaolo S.p.A. si riserva il diritto di distribuire il presente documento ai propri clienti. Intesa Sanpaolo S.p.A. è una banca autorizzata dalla Banca d'Italia ed è regolata dall'FCA per lo svolgimento dell'attività di investimento nel Regno Unito e dalla SEC per lo svolgimento dell'attività di investimento negli Stati Uniti.

Le opinioni e stime contenute nel presente documento sono formulate con esclusivo riferimento alla data di redazione del documento e potranno essere oggetto di qualsiasi modifica senza alcun obbligo di comunicare tali modifiche a coloro ai quali tale documento sia stato in precedenza distribuito. Le informazioni e le opinioni si basano su fonti ritenute affidabili, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia è fornita relativamente all'accuratezza o correttezza delle stesse.

Lo scopo del presente documento è esclusivamente informativo. In particolare, il presente documento non è, né intende costituire, né potrà essere interpretato, come un documento d'offerta di vendita o sottoscrizione di alcun tipo di strumento finanziario. Inoltre, non deve sostituire il giudizio proprio di chi lo riceve.

Intesa Sanpaolo S.p.A. non si assume alcun tipo di responsabilità derivante da danni diretti, conseguenti o indiretti determinati dall'utilizzo del materiale contenuto nel presente documento.

Il presente documento potrà essere riprodotto o pubblicato esclusivamente con il nome di Intesa Sanpaolo S.p.A..

Il presente documento è stato preparato e pubblicato esclusivamente per, ed è destinato all'uso esclusivamente da parte di, Società che abbiano un'adeguata conoscenza dei mercati finanziari, che nell'ambito della loro attività siano esposte alla volatilità dei tassi di interesse, dei cambi e dei prezzi delle materie prime e che siano finanziariamente in grado di valutare autonomamente i rischi.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio gestore/consulente per qualsiasi necessità di chiarimento circa il contenuto dello stesso.

Per i soggetti residenti nel Regno Unito: il presente documento non potrà essere distribuito, consegnato o trasmesso nel Regno Unito a nessuno dei soggetti rientranti nella definizione di "private customers" così come definiti dalla disciplina dell'FCA.

Per i soggetti di diritto statunitense: il presente documento può essere distribuito negli Stati Uniti solo ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' come definito dalla SEC Rule 15c-6. Per effettuare operazioni mobiliari relative a qualsiasi titolo menzionato nel presente documento è necessario contattare Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi sotto il dettaglio dei contatti).

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Intesa Sanpaolo IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Incentivi relativi alla ricerca

Ai sensi di quanto previsto dalla Direttiva Delegata 593/17 UE, il presente documento è classificabile quale incentivo non monetario di minore entità in quanto:

- contiene analisi macroeconomiche (c.d. Macroeconomic Research) o è relativo a Fixed Income, Currencies and Commodities (c.d. FICC Research) ed è reso liberamente disponibile al pubblico indistinto tramite pubblicazione sul sito web della Banca - Q&A on Investor Protection topics - ESMA 35-43-349, Question 8 e 9.

Metodologia di distribuzione

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto che lo riceve da Intesa Sanpaolo e non potrà essere riprodotto, ridistribuito, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicato, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso espresso da parte di Intesa Sanpaolo. Il copyright ed ogni diritto di proprietà intellettuale sui dati, informazioni, opinioni e valutazioni di cui alla presente scheda informativa è di esclusiva pertinenza del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, salvo diversamente indicato. Tali dati, informazioni, opinioni e valutazioni non possono essere oggetto di ulteriore distribuzione ovvero riproduzione, in qualsiasi forma e secondo qualsiasi tecnica ed anche parzialmente, se non con espresso consenso per iscritto da parte di Intesa Sanpaolo.

Chi riceve il presente documento è obbligato a uniformarsi alle indicazioni sopra riportate.

Metodologia di valutazione

I commenti sui dati macroeconomici vengono elaborati sulla base di notizie e dati macroeconomici e di mercato disponibili tramite strumenti informativi quali Bloomberg e Refinitiv-Datastream. Le previsioni macroeconomiche, sui tassi di cambio e sui tassi d'interesse sono realizzate dalla Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo, tramite modelli econometrici dedicati. Le previsioni sono ottenute mediante l'analisi delle serie storico-statistiche rese disponibili dai maggiori data provider ed elaborate sulla base anche dei dati di consenso tenendo conto delle opportune correlazioni fra le stesse.

Comunicazione dei potenziali conflitti di interesse

Intesa Sanpaolo S.p.A. e le altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo (di seguito anche solo "Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo") si sono dotate del "Modello di organizzazione, gestione e controllo ai sensi del Decreto Legislativo 8 giugno 2001, n. 231" (disponibile sul sito internet di Intesa Sanpaolo, all'indirizzo: <https://group.intesasnpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di separazione organizzativa, noti come Barriere informative, atti a prevenire un utilizzo illecito di dette informazioni nonché a evitare che gli eventuali conflitti di interesse che possono insorgere, vista la vasta gamma di attività svolte dal Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, incidano negativamente sugli interessi della clientela.

In particolare, l'esplicitazione degli interessi e le misure poste in essere per la gestione dei conflitti di interesse – facendo riferimento a quanto prescritto dagli articoli 5 e 6 del Regolamento Delegato (UE) 2016/958 della Commissione, del 9 marzo 2016, che integra il Regolamento (UE) n. 596/2014 del Parlamento europeo e del Consiglio per quanto riguarda le norme tecniche di regolamentazione sulle disposizioni tecniche per la corretta presentazione delle raccomandazioni in materia di investimenti o altre informazioni che raccomandano o consigliano una strategia di investimento e per la comunicazione di interessi particolari o la segnalazione di conflitti di interesse e successive modifiche ed integrazioni, dal FINRA Rule 2241, così come dal FCA Conduct of Business Sourcebook regole COBS 12.4 – tra il Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo e gli Emittenti di strumenti finanziari, e le loro società del gruppo, nelle raccomandazioni prodotte dagli analisti di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono disponibili nelle "Regole per Studi e Ricerche" e nell'estratto del "Modello aziendale per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse", pubblicato sul sito internet di Intesa Sanpaolo S.p.A. all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasnpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo S.p.A. agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Aniello Dell'Anno
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com