INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

Difficile per la BCE contrastare le attese di taglio dei tassi

6 dicembre 2023

La discesa dell'inflazione, più rapida del previsto, dovrebbe portare questo mese all'eliminazione dell'ultimo residuo di orientamento restrittivo dal comunicato di politica monetaria. Le proiezioni di inflazione mostreranno ulteriori progressi verso il conseguimento dell'obiettivo. Difficile che la comunicazione contrasti attivamente le attese di taglio dei tassi, ma ci aspettiamo che sarà sottolineata la presenza di rischi connessi a energia e salari e, quindi, la necessità di cautela nella gestione della politica monetaria.

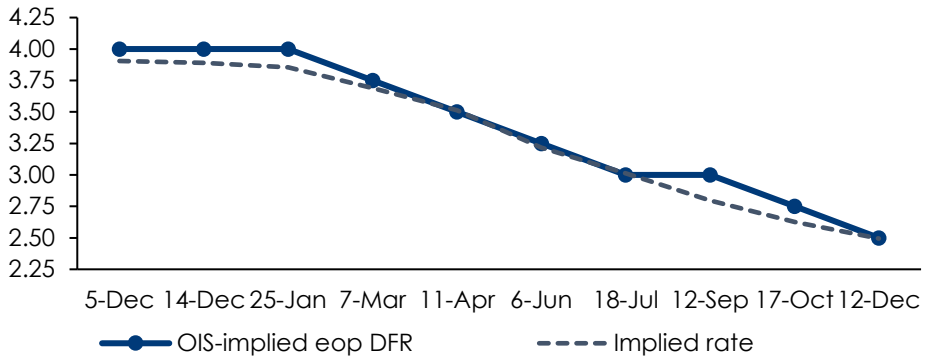
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

- La BCE si avvicina alla riunione di politica monetaria del 14 dicembre in un contesto caratterizzato da forti aspettative di taglio dei tassi, sebbene differite al marzo 2024.
- Le cause del movimento di mercato (sorprese al ribasso sia dai dati di inflazione, sia da quelli reali) si rifletteranno in un taglio delle proiezioni di inflazione e crescita del PIL dello staff BCE, che in questa occasione saranno estese al 2026. La proiezione di crescita 2024 dovrebbe calare almeno a 0,8%. Tuttavia, il netto calo dei tassi a termine sul biennio 2024-25 rispetto a settembre sosterrà le stime per il biennio 2025-26.
- Non ci saranno modifiche ai tassi ufficiali a dicembre. Il calo dell'inflazione e l'andamento della crescita peggiore delle attese sono coerenti con una conferma dell'indicazione che l'attuale livello dei tassi, se mantenuto abbastanza a lungo, sarà sufficiente a garantire il ritorno all'obiettivo del 2%. Riteniamo che il consiglio direttivo della BCE manterrà l'indicazione che le prossime decisioni dipenderanno dai dati e che saranno prese riunione per riunione: ciò esclude che sia avviata una battaglia contro le attese di taglio presenti nel mercato.
- Tuttavia, le aspettative incorporate oggi nella curva dei tassi sono eccessive, considerando che il taglio dei tassi non avverrà in risposta a una recessione.
- La presidente Lagarde ha preannunciato che il consiglio inizierà a valutare l'opportunità di anticipare la riduzione dei reinvestimenti del portafoglio PEPP. Il comunicato potrebbe anticipare che la BCE ora si attende di avviare tale processo dalla fine di marzo 2024. A nostro giudizio, tale mossa non sarebbe incoerente con l'avvio di una fase di taglio dei tassi nei mesi successivi.

Le aspettative dei mercati sui tassi ufficiali BCE sono diventate molto aggressive: 150pb di taglio sono ormai scontati entro fine 2024



Nota: il DFR implicito è calcolato assumendo uno spread invariato rispetto a ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini.
Fonte: calcoli su dati LSEG

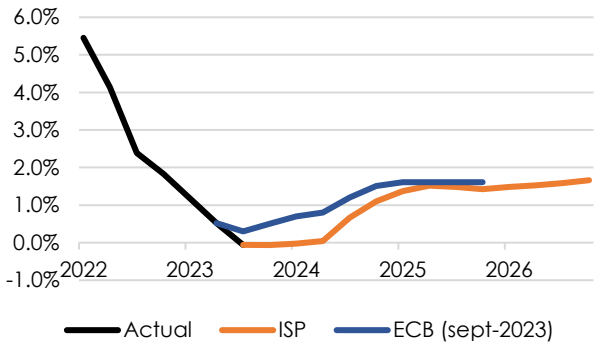
Il mercato sconta una rapida "normalizzazione" dei tassi ufficiali nel 2024

A una settimana dalla riunione di politica monetaria della BCE, i mercati segnalano di non ritenere più credibile la minaccia di altri rialzi dei tassi e valutano che il periodo "sufficientemente lungo" di tasso sui depositi al 4% non si estenderà oltre il mese di marzo 2024. Non solo: nei prezzi c'è ormai l'aspettativa che fra due riunioni la BCE avvii una fase di rapida riduzione dei tassi ufficiali, che li porterà al 2,5% alla riunione del 12 dicembre 2024. Ciò significa che lo scenario scontato nei prezzi è che i tassi reali a breve termine siano portati e mantenuti su livelli all'incirca nulli, dopo l'aumento che si è verificato negli ultimi mesi.

I dati di inflazione e di crescita sono stati effettivamente al di sotto delle aspettative BCE

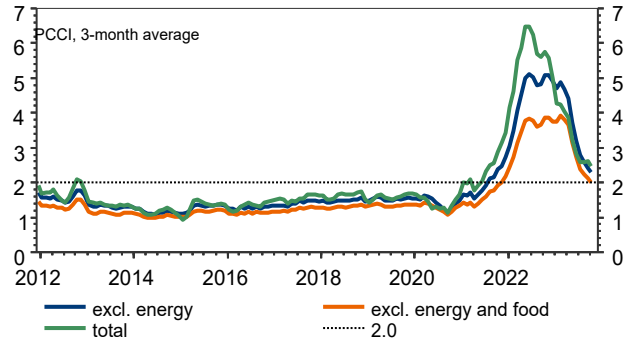
Il mutamento delle aspettative dei mercati è conseguenza delle molte sorprese negative emerse dai dati degli ultimi mesi. Nel terzo trimestre, il PIL dell'area euro si è contratto dello 0,2% t/t, mentre lo staff BCE si attendeva una variazione nulla; le indagini di fiducia sono rimaste deboli, coerenti con un'economia stagnante anche nel quarto trimestre. Tale andamento ha messo in dubbio la credibilità della previsione BCE di rapido ritorno a una crescita positiva, con variazioni trimestrali in accelerazione nel corso del prossimo anno. Soprattutto, l'inflazione è stata al di sotto delle previsioni di consenso e BCE, in particolare nella componente energetica, mentre l'inflazione sottostante ha continuato a convergere verso il 2%.

L'andamento del PIL è stato inferiore alle previsioni della BCE, nel secondo semestre 2023



Fonte: Eurostat, BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

La misura PCCI di inflazione sottostante sta rapidamente convergendo al 2%

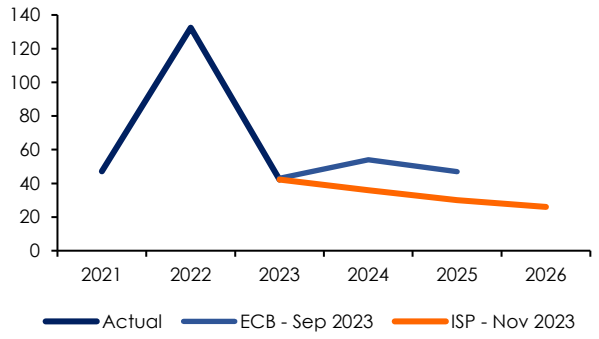


Fonte: BCE

Questi dati si rifletteranno anche sulle **nuove proiezioni dello staff BCE**, che saranno pubblicate il 14 dicembre. Per quanto riguarda la crescita del PIL, l'andamento del secondo semestre 2023, da solo, giustificherebbe una **revisione della proiezione 2024 a 0,8% a/a**, anche senza ipotizzare che la BCE riduca le proprie stime di variazione trimestrale per il 2024. La nostra stima attuale è di 0,4%. Di contro, **la proiezione 2025 dovrebbe beneficiare del calo dei tassi di interesse a termine**, pari a oltre 20pb sul 2024 e a 40pb sul 2025. La BCE è vista confermare la previsione di ritorno della crescita a livelli significativamente positivi nel corso del 2024, già presenti quando il percorso di allentamento della politica monetaria scontato dai mercati era più lento e più tardivo.

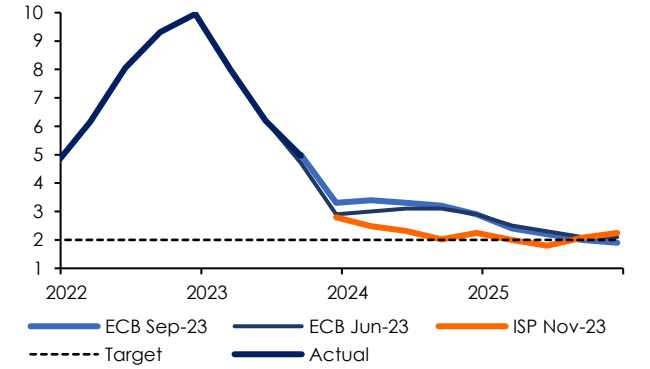
Le proiezioni di inflazione saranno inevitabilmente limate sull'orizzonte di breve termine, sia per i dati degli ultimi due mesi, sia per un andamento del prezzo del gas naturale più moderato rispetto alle ipotesi tecniche di settembre. Ciò si rifletterà in una significativa revisione al ribasso della media annua 2024 rispetto al 3,2% di settembre: la nostra stima corrente è 2,3%, ma ci aspettiamo che la BCE adotterà ipotesi meno favorevoli su gas ed impatto delle misure fiscali, che potrebbero limitare la revisione a mezzo punto. Invece, l'impatto dei dati sullo scenario di medio termine è più difficile da valutare: le revisioni potrebbero risultare alla fine modeste o nulle, ma comunque coerenti con l'obiettivo del 2%.

Lo scenario di settembre della BCE includeva ipotesi sull'andamento del prezzo del gas coerenti con un maggior contributo dell'energia



Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, Eurostat e proiezioni Intesa Sanpaolo

La revisione al rialzo di settembre delle proiezioni di inflazione è stata fuori bersaglio: a dicembre probabile una limatura, almeno per quelle a breve termine



Fonte: ECB Staff Macroeconomic Projections, Eurostat e proiezioni Intesa Sanpaolo

L'estensione al 2026 delle previsioni dovrebbe consentire alla BCE di presentare come sostenibile il processo di disinflazione e in riduzione il rischio di superare l'obiettivo nel 2025 per fattori non prevedibili o per dinamiche salariali avverse. Il 5 dicembre, Isabel Schnabel ha ammesso che allo stato attuale ritiene il conseguimento dell'obiettivo di inflazione più probabile anche senza nuovi rialzi dei tassi, pur ribadendo che non si deve dichiarare la vittoria troppo presto.

Tassi ufficiali fermi a dicembre, decisioni future ancora dipendenti dai dati

Non c'è alcuna aspettativa che la BCE possa muovere i tassi ufficiali a dicembre. Senza ombra di dubbio, **la prossima settimana il tasso sui depositi resterà al 4,0%**. Anche il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento e il tasso di rifinanziamento marginale saranno immutati, rispettivamente al 4,50% e al 4,75%.

Ma che cosa accadrà alla comunicazione sull'orientamento della politica monetaria? Pare ormai assodato che nuovi rialzi dei tassi ufficiali siano ormai usciti dal novero delle opzioni: come detto, anche Isabel Schnabel ora li esclude, puntando piuttosto sul mantenimento dell'attuale livello di restrizione per qualche tempo. L'ultimo comunicato di politica monetaria aveva già segnalato che il livello attuale dei tassi, se mantenuto abbastanza a lungo, sarebbe stato sufficiente a conseguire l'obiettivo. Questa parte della comunicazione sarà mantenuta. A questo punto, potrebbe anche esserci il consenso per comunicare più esplicitamente che i tassi non saliranno più – ma questo è già ampiamente scontato dai mercati. Potrebbe invece emergere un'indicazione più precisa riguardo alla durata del periodo di tassi stabili?

Una prima possibilità, del tutto minimale, è che l'attenzione venga spostata alla riunione del 7 marzo, marcando quella del 25 gennaio come meramente interlocutoria. Non si tratterebbe in questo caso di un grande cambiamento (i mercati già puntano su marzo per l'avvio di ciclo di riduzione dei tassi). Tale scelta, però, potrebbe rafforzare le aspettative che il primo taglio dei tassi avverrà a marzo.

Un'altra opzione è che il consiglio direttivo abbandoni l'approccio "riunione per riunione", segnalando che i tassi ufficiali resteranno fermi per due o tre riunioni, avvisando i mercati che il successivo allentamento sarà graduale e cauto. Una scelta di questo tipo potrebbe essere più facile ora che i falchi nel consiglio direttivo hanno smesso di sostenere la necessità di altri rialzi per controllare il rischio di eccedere l'obiettivo di inflazione anche nel 2025, e che è evidente che stanno maturando le condizioni per ridurre il livello di restrizione della politica monetaria.

L'opportunità di attendere qualche mese è giustificata dalla necessità di osservare l'esito delle negoziazioni salariali di questa stagione contrattuale e di scavallare mesi potenzialmente rischiosi per l'andamento dei prezzi energetici. La BCE potrebbe diventare più esplicita riguardo alle condizioni che potrebbero giustificare un eventuale avvio in tempi ravvicinati della fase di riduzione.

Riguardo ai tempi del primo taglio dei tassi, **la revisione del profilo di inflazione potrebbe giustificare che il piede sia tolto dal freno un po' prima, anche se gradualmente**. Come la restrizione monetaria agisce con ritardo, così anche l'allentamento richiederà tempo per essere trasmesso all'economia reale. Perciò, se nel primo semestre 2024 l'inflazione si collocasse più vicina al 2,5% che al 3,0%, il consiglio direttivo potrebbe decidere di evitare un ulteriore aumento dei tassi reali a breve termine.

Nel giudicare la **velocità di riduzione**, però, non bisogna dimenticare lo stato particolare del ciclo economico. L'economia non è in recessione e il mercato del lavoro è ancora molto teso, malgrado il rallentamento dell'occupazione: il taglio dei tassi non avverrà per rilanciare la domanda e assorbire forza lavoro disoccupata, ma per evitare un eccesso di restrizione rispetto all'obiettivo di stabilità dei prezzi in un contesto di notevole resilienza dell'economia. La modifica al posizionamento della politica monetaria dovrà quindi essere bilanciata in modo da evitare il rischio di una ripresa insostenibile o di rimbalzo dell'inflazione nel 2025. Questo fa ritenere che la riduzione dei tassi sarà **molto più graduale di quanto non sia oggi nei prezzi**. Ci attendiamo per ora due soli tagli dei tassi, il primo a giugno o luglio e il secondo a settembre o ottobre; un terzo taglio è possibile a dicembre.

Diventa più probabile una riduzione del portafoglio PEPP prima di fine 2024

La seconda novità della riunione di dicembre potrebbe essere l'annuncio che la BCE si attende di avviare la riduzione del portafoglio PEPP prima della fine del 2024. La presidente Lagarde ha dichiarato recentemente che il consiglio direttivo discuterà la questione in un "futuro non troppo lontano". La riduzione dei reinvestimenti potrebbe operativamente partire nel mese di aprile. Come nel caso dell'APP, i volumi sono modesti e la mossa è ormai attesa, sicché non dovrebbe esercitare effetti destabilizzanti sui mercati.

La mossa non è incoerente con possibili riduzioni dei tassi ufficiali nei mesi seguenti. In teoria, la riduzione dei portafogli di politica monetaria potrebbe comportare un aumento del *term premium* sulla curva; tuttavia, la gradualità della riduzione fa ipotizzare effetti modesti rispetto a quelli esercitati dalle aspettative sull'andamento futuro dei tassi ufficiali. Nel 2024-25, la BCE utilizzerà i tassi ufficiali come strumento per determinare il corretto livello della politica monetaria, mentre dall'altra parte continuerà a far scendere (lentamente) l'eccesso di riserve nel sistema bancario. Il calo dell'eccesso di riserve potrebbe ridurre l'efficacia del calo dei tassi, ma il problema non è significativo se l'allentamento della politica monetaria non è legato alla necessità di contrastare una recessione in atto. La riduzione del bilancio potrebbe essere sospesa in caso di recessione o di proiezioni di inflazione troppo basse rispetto all'obiettivo.

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 15a-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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
Simone Zava	simone.zava@intesasanpaolo.com