

## Macro Rapid Response

### La BCE anticipa la riduzione del portafoglio PEPP

La BCE ha annunciato che avvierà la riduzione del portafoglio PEPP a metà 2024, sebbene a basso ritmo, e che i reinvestimenti cesseranno del tutto a fine 2024. Nessuna novità sul fronte dei tassi, ritenuti adeguati se mantenuti abbastanza a lungo. Le proiezioni, ora estese al 2026, segnalano che la BCE ritiene sempre più probabile un pieno rientro dell'inflazione all'obiettivo, sviluppo che potrebbe giustificare fra qualche mese un allentamento della politica monetaria, ma molto più lento di quanto i mercati oggi scontano.

L'annuncio di politica monetaria del 14 dicembre ha confermato in pieno le attese: nessuna modifica a tassi ufficiali e indicazioni sul loro andamento futuro; anticipo di sei mesi per la riduzione del portafoglio PEPP; revisione al ribasso delle proiezioni di crescita e inflazione, ma soltanto nel breve termine. Le proiezioni di medio termine rafforzano il messaggio che ci sarà ancora bisogno di una politica monetaria restrittiva, nei prossimi mesi, ma anche che non siamo lontani dal momento in cui il consiglio potrebbe ritenere opportuno sollevare il pedale dal freno. La presidente non ha contrastato aggressivamente le attese di mercato, pur sottolineando che il consiglio direttivo non ha discusso di tagli dei tassi.

**La riduzione del PEPP viene anticipata.** La novità più importante della riunione è costituita dall'annuncio che la BCE inizierà a ridurre il portafoglio PEPP prima di fine 2024: **"nella seconda parte dell'anno il Consiglio direttivo intende ridurre il portafoglio del PEPP di 7,5 miliardi di euro al mese, in media"**, vale a dire lo 0,5% circa dell'ammontare in essere. **Alla fine del 2024, i reinvestimenti saranno poi interrotti del tutto.** Tale passo accelererà moderatamente la riduzione dell'eccesso di liquidità, attualmente affidata al rimborso delle TLTRO III e alla riduzione del portafoglio APP. Viene dunque confermato che la prima fase dell'allentamento si accompagnerà a una riduzione di bilancio ed eccesso di liquidità.

**Tassi ufficiali e indirizzo sui tassi restano invariati.** Non ci sono state sorprese: il tasso sui depositi resta al 4,0% e il tasso refi è ancora al 4,5%. Viene ribadita l'indicazione generica di ottobre riguardo alle prospettive future: il consiglio "ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE si collochino su livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale al conseguimento di tale obiettivo"; quindi, "le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di riferimento siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario." Inoltre, viene confermato l'approccio "guidato dai dati nel determinare livello e durata adeguati della restrizione". Coerentemente, la BCE si astiene dall'indicare ufficialmente che cosa intenda per "durata adeguata" della restrizione ed evita di contrastare le attese del mercato riguardo a tempi e intensità dei tagli dei tassi. Tuttavia, la presidente Lagarde ha commentato che nei prossimi mesi si renderanno gradualmente disponibili molte informazioni importanti per definire il percorso della politica monetaria (in particolare, rinnovi salariali e indicazioni sulle politiche di prezzo delle imprese). Lagarde ha sottolineato che la BCE ha bisogno di conferme alla sua aspettativa che le imprese assorbano nei margini di profitto gli aumenti del costo del lavoro.

**Proiezioni macroeconomiche.** La BCE resta più ottimista del consenso e di noi riguardo alla crescita del PIL, che stima a 0,8% nel 2024 e a 1,5% nel 2025-26. La revisione del 2024 riflette soprattutto l'andamento più negativo del secondo semestre 2023 e conferma che la BCE si attende una riaccelerazione della crescita nel corso del prossimo anno, anche se meno intensa nel primo semestre (0,2% t/t e 0,3% t/t invece di 0,3 e 0,4% t/t). La revisione delle proiezioni di inflazione è stata ampia nel 2024 (2,7% da 3,2%) e nulla nel 2025 (2,1%); nel 2026, lo staff BCE si attende che l'inflazione cali sotto il 2% (1,9%), ma che l'inflazione sottostante sia marginalmente superiore (2,1%). La presidente ha sottolineato che le proiezioni non incorporano del tutto il calo

14 dicembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

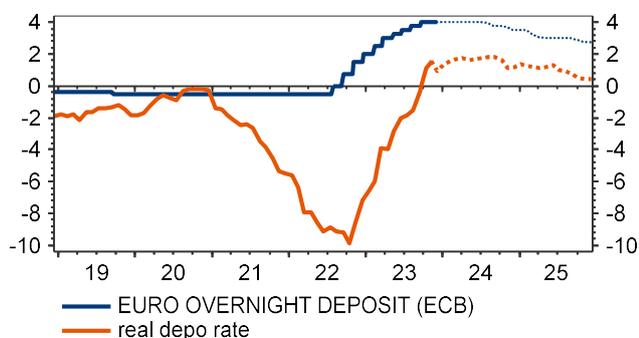
Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

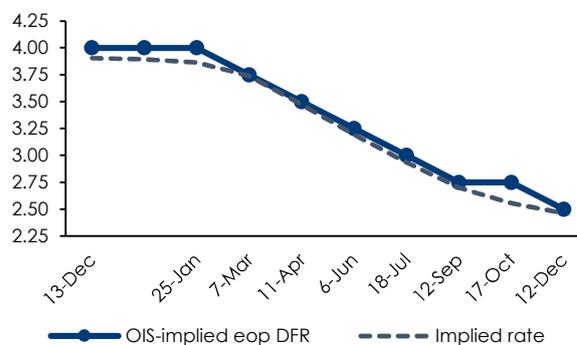
dei tassi a termine di mercato, in quanto la data di cut-off per le ipotesi tecniche è il 23 novembre: un fattore che porterebbe a stime più alte di inflazione e crescita nel medio termine.

**Prospettive.** I mercati scontano ben 6 tagli dei tassi ufficiali BCE nel 2024, che scenderebbero al 2,50% a dicembre. Una simile velocità ed estensione, che porterebbe i tassi reali a breve termine a zero, avrebbe senso soltanto se l'economia entrasse in recessione. Nel plausibile contesto del 2024, invece, la BCE ridurrà i tassi gradualmente a mano a mano che l'informazione sui salari e sulle politiche di prezzo delle imprese confermeranno il miglioramento delle prospettive di inflazione. Al momento, riteniamo probabili da due a tre tagli dei tassi, con la prima mossa a giugno o luglio; ci aspettiamo che il livello di neutralità sia raggiunto nel corso del 2025 e non nel 2024.

**Andamento recente e previsto del tasso BCE sui depositi**



**Aspettative di mercato sui tassi BCE al 14 dicembre**



**Evoluzione delle proiezioni macroeconomiche dello staff BCE**

	2024			2025			2026	
	ECB (Sep 2023)	ECB (Dec 2023)	ISP	ECB (Sep 2023)	ECB (Dec 2023)	ISP	ECB (Dec 2023)	ISP
PIL	1.0	<b>0.8</b>	0.4	1.5	<b>1.5</b>	1.5	<b>1.5</b>	1.6
HICP	3.2	<b>2.7</b>	2.3	2.1	<b>2.1</b>	2.0	<b>1.9</b>	1.9
HICP ex food and energy	2.9	<b>2.7</b>	2.5	2.2	<b>2.3</b>	2.0	<b>2.1</b>	1.9

Fonte: Banca Centrale Europea, *eurosystem staff macroeconomic projections for the euro area*, December 2023; Intesa Sanpaolo.

## 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.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 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.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)  
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com  
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Macroeconomic Research

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

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