

Focus Area Euro

**Per la BCE si sta avvicinando il momento dei tagli, ma non tanto quanto vorrebbero i mercati**

Non ci sono dubbi: il 2024 sarà un anno di riduzione dei tassi ufficiali, per la BCE. Meno sicuro è quando avverrà il primo taglio, e a che velocità si muoverà la Banca centrale.

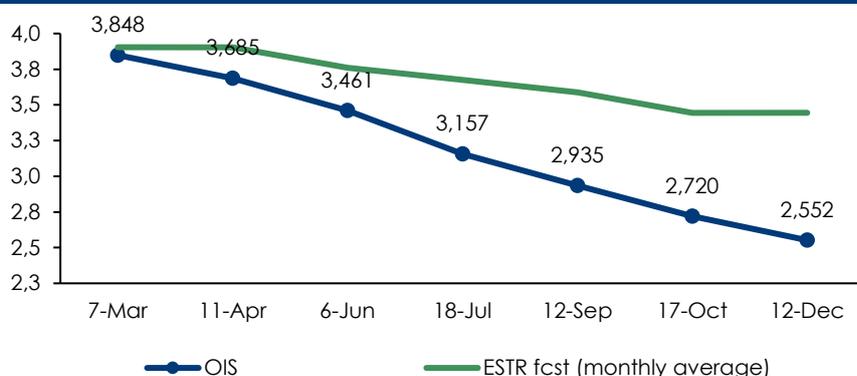
Sperabilmente, già il 25 gennaio la BCE potrebbe modificare l'indirizzo di politica monetaria, offrendo indicazioni più precise e formalizzate sulla direzione dei tassi e i tempi del processo. La proroga dell'approccio "riunione per riunione", invece, indicherebbe che manca ancora un consenso su come procedere.

Gli elementi rilevanti per la decisione saranno costituiti dai rinnovi salariali e da quanto i rincari del costo del lavoro si trasferiranno ai prezzi finali. Quest'ultimo aspetto, però, dipende anche dalle tendenze e dalle aspettative sulla domanda, che riteniamo sarà ancora debole nei prossimi mesi.

Lo scenario che riteniamo più probabile è quello che il primo taglio dei tassi sia deciso a giugno. In seguito, la riduzione potrebbe anche essere rapida, soprattutto se la ripresa del secondo semestre tardasse a manifestarsi, o lo scenario inflattivo si confermerà positivo. Per il momento, la nostra previsione è di 50-75pb di taglio nel 2024, seguiti da un'accelerazione a inizio 2025.

La riunione di politica monetaria del 25 gennaio potrebbe portare a una prima modifica nell'indirizzo che la Banca Centrale Europea fornisce ai mercati. **Né in occasione della conferenza stampa del 14 dicembre, né nelle settimane seguenti abbiamo assistito a sforzi determinati di guidare le aspettative dei mercati sulla politica monetaria.** Certo, il comunicato continuava a parlare di tassi mantenuti su livelli restrittivi abbastanza a lungo, ma a rigore questo non escludeva la possibilità di una limatura a marzo o aprile, dato che l'adeguatezza del periodo di tassi stabili dipende dai dati e non dal calendario. La presidente Lagarde aveva fatto riferimento a dati che sembravano spostare la finestra di opportunità verso la fine del secondo trimestre 2024, ma la mancanza di reazione da parte dei mercati non aveva condotto a sforzi più determinati per ridurre le attese di taglio concentrate sulle riunioni di marzo e aprile. Una titubanza perfino sospetta, che ha fatto pensare alla possibilità che un taglio dei tassi in primavera fosse un'opzione non così inconcepibile da doverla combattere apertamente. Eppure, il [resoconto della riunione del 13-14 dicembre](#), reso noto il 18 gennaio, afferma che "era opinione diffusa che fosse importante non assecondare le aspettative del mercato nella comunicazione successiva alla riunione", pur con qualche richiamo alla "umiltà" legata all'incertezza dello scenario, e che lo scenario di tassi scontato dai mercati era "incoerente con lo scenario contenuto nelle proiezioni dello staff", che era ancorato a tagli di 75pb – circa la metà di quanto incorporato nella curva.

**Mercato ancora molto aggressivo sui tagli dei tassi BCE**



Fonte: LSEG

19 gennaio 2024

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo  
Economista

Un elemento che sembra ormai godere di ampio consenso nel Consiglio direttivo (almeno a giudicare da interviste e dichiarazioni estemporanee) è che, **quando i tassi saranno mossi, sarà per ridurli**. Le voci contrarie sono state pochissime (tra le quali, prevedibilmente, il solito Holzmann). Per altri, il disagio non deriva dalla direzione delle aspettative sui tassi, ma piuttosto dalla dimensione dei tagli attesi: così per l'olandese Knot, ad esempio, che per due volte nelle ultime settimane ha sottolineato che le aspettative dei mercati sono eccessive sia come tempi, sia come velocità dei tagli, ma non ha contestato la direzione della politica monetaria. Perciò, sarebbe sensato includere la prospettiva di un futuro allentamento nell'indirizzo ufficiale sull'andamento della politica monetaria.

A nostro giudizio, **i tempi sono maturi per riprendere il controllo sulle aspettative di breve termine, assumendosene anche le responsabilità**. Il riferimento a un approccio dipendente dai dati e riunione per riunione è accettabile quando la direzione dei tassi è controversa. Il beneficio della *forward guidance*, infatti, si manifesta soprattutto riducendo la probabilità di movimenti contrari alla direzione ritenuta opportuna: se questa non c'è, anche i benefici sono più ridotti. Ma **se una direzione di medio termine chiara e condivisa esiste, la Banca centrale dovrebbe tornare a guidare le aspettative** – con tutti i rischi che ciò comporta – senza trincerarsi dietro la scusa dell'incertezza. C'è anche una seconda considerazione che va fatta: la *guidance* deve tornare a essere fornita dal Consiglio direttivo come organo decisionale attraverso il comunicato sulla politica monetaria, senza lasciare i mercati in balia delle dichiarazioni dei governatori delle banche centrali nazionali, magari deliberatamente concentrate a ridosso del periodo di silenzio prima delle riunioni di politica monetaria. Le dichiarazioni individuali saranno comunque utili per capire la gamma di opinioni presenti nel consiglio, ma avranno meno possibilità di causare confusione. Peraltro, in questa occasione, la *guidance* informale si è rivelata inefficace.

Chiarito che la direzione della politica monetaria sarà nella direzione di un allentamento, **quando potrebbe avvenire il primo taglio dei tassi?** Il resoconto della riunione di politica monetaria del 13-14 dicembre afferma che *"i membri non si aspettavano che prima della metà dell'anno fossero disponibili prove concrete e sostanziali a conferma della prevista moderazione della crescita salariale"*. Il riferimento a dati che saranno visibili soltanto a partire dal secondo trimestre è emerso in numerose dichiarazioni (tra le più recenti, l'intervista di Lane al Corriere della Sera il 13 gennaio). Perciò, **a meno di sorprese molto negative nei dati del primo trimestre, la fase di taglio potrebbe iniziare alla riunione del 6 giugno**. Se questo è già l'orientamento prevalente nel Consiglio direttivo, sarebbe ora il momento di esplicitarlo.

**Di quanto potrebbero scendere i tassi?** A dicembre, lo staff della BCE aveva segnalato che il percorso di riduzione scontato dai mercati alla data di cut-off (Euribor 3 mesi medio di 3,6% nel 2024 e 2,8% nel 2025) aveva una buona probabilità di conseguire l'obiettivo di inflazione; implicitamente, tassi inferiori di 50-60pb come quelli scontati oggi potrebbero implicare un'inflazione troppo alta. La nostra proiezione di base, per il momento, include soltanto 2-3 tagli nel 2024, seguiti da un'accelerazione a inizio 2025 (il punto di arrivo è simile a quello scontato dai mercati, cioè 2,50% per il tasso sui depositi). Va riconosciuto che la nostra ipotesi potrebbe rivelarsi eccessivamente conservativa, se l'economia risultasse più debole del previsto nei prossimi mesi: in tal caso, già con i tagli del secondo semestre 2024 il tasso sui depositi potrebbe essere velocemente ridotto al 3%.

## 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

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com