

Focus Area Euro

Marzo cruciale per il ciclo di politica monetaria BCE

Ci si attende che la riunione di politica monetaria del 7 marzo prenda atto dei progressi verso la riconquista della stabilità dei prezzi, progressi che emergeranno anche dalle previsioni dello staff. L'avvio della fase di taglio dei tassi è ormai imminente, ma è probabile che considerazioni legate al contenimento dei rischi reputazionali inducano a rinviare a giugno la prima mossa, continuando con l'approccio "dipendente dai dati".

- Il flusso dei dati rafforza le valutazioni formulate a gennaio dalla BCE: si sono concretizzati i rischi al ribasso per la crescita, il calo dell'inflazione si è confermato superiore alle attese e il trasferimento dei rincari salariali ai prezzi finali è smorzato dalla riduzione dei margini di profitto. A nostro giudizio, le nuove previsioni dello staff includeranno limature alle proiezioni di crescita e inflazione, ma gli impatti di lungo termine saranno mitigati dal maggior calo dei tassi di interesse incluso nelle ipotesi tecniche.
- La BCE dovrebbe ribadire che la politica monetaria sarà decisa riunione per riunione sulla base dei dati, senza fornire neppure questa volta un netto indirizzo ufficiale.
- Quasi tutti i membri del consiglio direttivo BCE hanno detto di attendersi tagli dei tassi quest'anno, anche se le opinioni divergono riguardo a tempi e intensità. Non pare che vi sia abbastanza sostegno per decidere un taglio dei tassi in aprile, ma riteniamo che a giugno le ultime remore saranno superate. I mercati hanno fortemente ridimensionato le attese di riduzione dei tassi nel 2024, che ora appaiono più compatibili con la gamma di realistiche possibilità.
- La scorsa settimana, è stato ipotizzato che la BCE potrebbe annunciare già a questa riunione la conclusione del lavoro sulla revisione del quadro operativo della politica monetaria, anche se non risultano annunci ufficiali di un anticipo rispetto alla scadenza della "primavera".

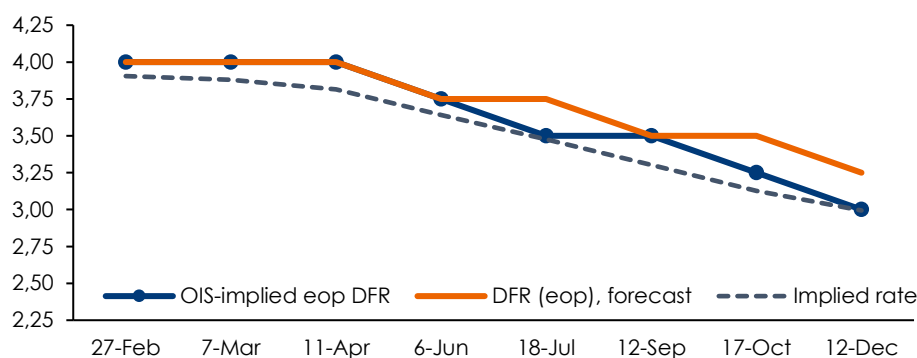
29 febbraio 2024

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Il mercato ora sconta da 3 a 4 tagli dei tassi ufficiali BCE nel 2024, con avvio in giugno invece che in aprile



Nota: il DFR implicito è calcolato come livello più probabile in base al tasso OIS, ipotizzando mosse in multipli di 25pb e spread invariato; Fonte: LSEG

Non si prevede alcuna variazione dei tassi ufficiali BCE il 7 marzo...

Non ci sono più significative attese di taglio dei tassi ufficiali alla prossima riunione BCE di politica monetaria: i mercati, che a un certo punto si erano convinti che fosse possibile, ormai attribuiscono una probabilità inferiore al 10% a tale eventualità. La nostra opinione era e resta che **il 7 marzo i tassi ufficiali resteranno invariati**: DFR al 4,0%, tasso MRO al 4,50%. Se nel consiglio direttivo fosse maturata un'opinione favorevole a un'azione immediata, sarebbe trapelata nelle dichiarazioni dei banchieri centrali che hanno parlato negli ultimi giorni, a iniziare dalla presidente Lagarde; invece, la comunicazione è stata coerente con la linea dettata nella riunione di fine gennaio. Soltanto due governatori si sono pronunciati più o meno chiaramente a favore di tagli senza indugio (Centeno e Panetta).

...e poco cambierà nella comunicazione, ma il primo taglio si avvicina

Invece, non si può escludere che la Banca centrale cambi la propria comunicazione in merito a prospettive e rischi dello scenario (anche perché saranno rilasciate le nuove proiezioni dello staff) e futuro andamento della politica monetaria.

Riguardo a quest'ultima, **la BCE sarà riluttante ad abbandonare il confortevole approccio "dipendente dai dati"**, che evita la necessità di doversi compromettere troppo con annunci sulle mosse future che possono poi rivelarsi errati. Nel consiglio direttivo **c'è già un orientamento prevalente sulla direzione della politica monetaria**: molti governatori si sono già sbilanciati nel prevedere tagli dei tassi nel corso del 2024 e (quasi) nessuno nega che i progressi verso il 2% stiano diventando molto significativi. **Tuttavia, restano divergenze di opinione riguardo alla quantificazione dei rischi e alla strategia migliore per gestirli**: ci pare di cogliere che alcuni propendano per una correzione graduale ma pronta della politica monetaria, altri per un rinvio del primo taglio fino al conseguimento di una maggiore convergenza al 2%, compensando il ritardo con mosse più rapide. La mancanza di un consenso basterebbe da sola a imporre decisioni riunione per riunione, dipendenti dai dati. In aggiunta, **lo scenario presenta ancora incertezze** che potrebbero ancora causare battute di arresto nel processo di riduzione dell'inflazione, mettendo a rischio il conseguimento dell'obiettivo negli scenari più sfavorevoli (considerazione, questa, che spiega la cautela di una parte dei membri).

Anche se la BCE continuerà a sbilanciarsi molto poco nel comunicato, dalla conferenza stampa emergerà più chiaramente che la fase dei tagli si sta avvicinando:

- Nella conferenza stampa, infatti, la BCE dovrebbe esprimere maggiore fiducia che l'obiettivo del 2% sarà raggiunto nel 2025.
- Come nel discorso al Parlamento europeo del 26 febbraio, la Presidente sottolineerà che l'aumento del costo del lavoro non si sta trasmettendo pienamente ai prezzi finali grazie al ridimensionamento dei margini di profitto e alla stabilità delle aspettative.
- La posizione di chi vorrebbe tagli subito potrebbe essere formalizzata, in modo da essere registrata nel resoconto della riunione e nelle dichiarazioni della Presidente sul livello di consenso per la decisione di politica monetaria.

A nostro giudizio, le dichiarazioni degli ultimi giorni, in particolare quelle di Kažimír, Stouraras, Nagel, Müller suggeriscono che **le diverse posizioni stanno convergendo verso un taglio dei tassi alla riunione di giugno**, anche se riteniamo che **una prima seria discussione al riguardo potrebbe già aver luogo in aprile**. I dati economici mostrano un andamento dell'economia reale molto debole a inizio 2024, situazione che dovrebbe ulteriormente ridurre i rischi che la crescita salariale si trasferisca eccessivamente ai prezzi finali. Inoltre, anche i prossimi dati di inflazione dovrebbero essere in calo.

Le previsioni dello staff mostreranno un altro passo verso l'obiettivo

Le nuove previsioni dello staff saranno condizionate da **due cambiamenti contrastanti che riguardano le ipotesi tecniche**: un andamento del prezzo del gas molto più benigno delle attese e un profilo dei tassi di interesse a termine più basso che a dicembre, in particolare nel 2025-26, in quanto la data di cut-off delle stime impedirà di considerare il recente rialzo degli OIS. Il primo fattore si rifletterà nelle ipotesi sul percorso futuro di gas ed elettricità, riducendo il contributo dell'energia all'inflazione prevista e, quindi, le proiezioni di inflazione.

Per quanto riguarda i tassi, la revisione su 2025 e 2026 potrebbe essere di -20pb. L'ipotesi di tassi più accomodanti aumenterà le stime di crescita alla fine dell'orizzonte previsionale, con riflessi sulle proiezioni per l'inflazione sottostante che potrebbero in parte compensare quelli legati alla trasmissione del minore prezzo del gas.

Ci attendiamo perciò una **limatura delle previsioni di crescita del PIL nel 2024**, più alte del consenso e delle nostre in dicembre, mentre quelle 2026 potrebbero addirittura essere alzate. **Il percorso dell'inflazione sarà più basso rispetto a quello di dicembre**, configurando un ritorno dell'inflazione al 2% a inizio 2025 invece che nel secondo semestre 2025. Lo spostamento verso il basso della previsione centrale ridurrebbe anche il rischio stimato di sfioramento dell'obiettivo. Tuttavia, per le ragioni dette sopra **il sentiero dell'inflazione core potrebbe non essere caratterizzato da un analogo miglioramento**.

Dubbi sulla voce che BCE annuncerà la conclusione del lavoro sul quadro operativo

Il 21 febbraio, Victor Constâncio (già membro del comitato esecutivo BCE), ha scritto su X che la BCE avrebbe deciso in marzo quale *operational framework* adottare in futuro. In realtà questo non era il nocciolo della sua comunicazione, che riguardava piuttosto i vantaggi del *floor system* basato su un eccesso strutturale di riserve rispetto al sistema *demand driven*, secondo lui preferito dalla parte del consiglio direttivo ideologicamente ostile al QE perché consente di ridurre maggiormente la dimensione dei portafogli di politica monetaria. Le successive risposte di Constâncio hanno fatto sospettare una svista riguardo ai tempi della comunicazione: in effetti, non risultano ulteriori annunci della BCE diversi da quelli che prospettavano la conclusione dei lavori nella "tarda primavera" di quest'anno. Tuttavia, il 29 febbraio Francesco Canepa e Frank Siebert di Reuters hanno scritto che **l'annuncio potrebbe arrivare il 13 marzo, dopo una riunione non dedicata alla politica monetaria**. Va precisato che il calendario ufficiale menziona soltanto una riunione del General Council il 21/3, quindi non è chiaro a quale riunione si faccia riferimento. Le fonti anonime citate da Reuters affermano che **c'è ancora dibattito in merito a quale dovrebbero essere la dimensione e la composizione del portafoglio di titoli della BCE a regime**, ma che **si è già manifestato un orientamento a favore di un sistema demand-driven di gestione delle riserve**, con un **tasso di rifinanziamento molto più vicino al DFR rispetto a oggi** per ridurre la penalità per chi ha bisogno di prendere a prestito riserve dall'Eurosistema. Constâncio prospettava proprio un esito di questo tipo, da lui criticato perché reintroduce una volatilità nei tassi di interesse di mercato che non è utile alla condotta della politica monetaria. Torneremo sul tema dell'*operational framework* in note specifiche.

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 Mamelì (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mamelì@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com