

Focus Area Euro

BCE: in aprile, riunione interlocutoria del Consiglio direttivo

4 aprile 2024

L'11 aprile, il Consiglio direttivo BCE non modificherà ancora il posizionamento della politica monetaria. Poiché l'approccio resterà dipendente dai dati, l'indicazione che a giugno i tassi saranno probabilmente tagliati potrebbe affacciarsi come previsione, o restare confinata alla parte meno ufficiale della comunicazione.

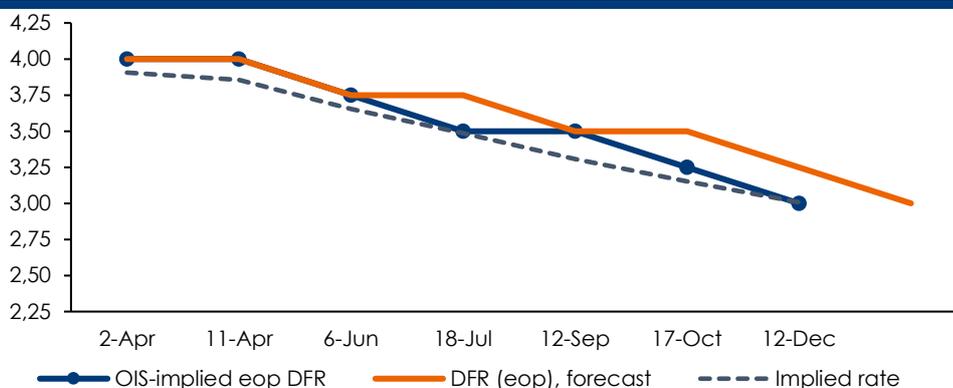
Research Department

- I dati dell'ultimo mese non ostacolano il cauto avvicinamento alla fase di taglio dei tassi ufficiali della BCE, ma neppure ne rendono impellente un avvio immediato.
- In aprile, ci attendiamo tassi ufficiali fermi (DFR: 4,0%, MRO: 4,50%, MLF rate: 4,75%). Nessuna modifica è attesa per gli altri strumenti.
- L'approccio resterà dipendente dai dati, con decisioni riunione per riunione. Ciò limita la possibilità di fornire indicazioni nette sulle decisioni future, ma non esclude che possa essere fornita una previsione sulla direzione dei tassi, in presenza di un solido consenso interno.
- A giudicare dalle dichiarazioni delle ultime due settimane, sembra ormai essersi formato un consenso a favore di un allentamento della restrizione a partire dalla riunione del 6 giugno. Questo è in linea con le nostre attese, ma anche con quelle dei mercati.
- A nostro giudizio, lo scenario più probabile resta quello di tre tagli dei tassi ufficiali nel 2024. Non è però da escludere che la riduzione sia un po' più ampia (-100pb), con due o tre mosse concentrate tra giugno e settembre, se i dati su inflazione e salari saranno favorevoli.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Il mercato monetario sconta tassi fermi in aprile e 4 tagli tra giugno e dicembre



Fonte: LSEG e proiezioni Intesa Sanpaolo

Mercato e analisti concordi nell'escludere tagli dei tassi l'11 aprile

Da qualche settimana, mercato e analisti sono concordi nell'indicare il 6 giugno come la data più probabile per il primo taglio dei tassi e nell'escludere che il posizionamento della politica monetaria cambierà l'11 aprile. Il mercato degli OIS sconta appena 4pb di riduzione alla data del 17 aprile, ma ne sconta invece 25 pieni il 12 giugno.

Questa inusuale armonia tra analisti e mercati riflette anche la coerenza delle dichiarazioni dei governatori dopo la riunione di politica monetaria del 7 marzo. Il messaggio che abbiamo ascoltato è stato molto esplicito e uniforme: ormai nessuno è contrario a ridurre il livello di restrizione della politica monetaria, ma molti preferiscono avere a disposizione ancora due mesi di dati prima di sciogliere le ultime riserve. Senza giri di parole, diversi governatori di banche centrali nazionali hanno indicato che si è coagulato un consenso a favore di un primo taglio alla riunione del 6 giugno: in questo senso si sono espressi Stournaras, Hernández de Cos, Kazāks, Holzmann, Müller, Nagel, Makhlof. Come si può notare, la lista include anche membri in passato molto riluttanti ad ammettere che stavano maturando le condizioni per tagliare i tassi.

I dati sono incoraggianti per la BCE, ma non tanto da obbligare a stringere i tempi

I dati economici delle ultime settimane confermano lo scenario di un'economia ancora stagnante, ma con un clima di fiducia in ripresa grazie al miglioramento delle aspettative: l'economia reale, dunque, si sta muovendo in linea con le previsioni dello staff.

I dati di inflazione del 3 aprile sono stati un po' più bassi delle previsioni BCE in termini di dinamica generale dei prezzi, anche se hanno confermato la vischiosità dell'inflazione nei servizi. Tutto considerato, però, la dinamica dei prezzi può essere ritenuta coerente con lo scenario centrale dello staff. Sul fronte salariale ci sono evidenze sia che il picco è stato superato, sia che l'andamento dei margini di profitto e della produttività sta iniziando a ridurre l'impatto sui prezzi finali.

Poiché in marzo lo scenario centrale dello staff indicava che un percorso di tagli dei tassi in linea con le attese di mercato era coerente con il conseguimento dell'obiettivo di inflazione dal 2025, i dati dovrebbero aver reso il Consiglio direttivo ancora più fiducioso riguardo alla strada da intraprendere. Anche le nostre previsioni interne sono perfettamente coerenti con un allentamento della politica monetaria nei prossimi mesi.

D'altro canto, la BCE non si trova neppure a contrastare restrizioni eccessive delle condizioni finanziarie, né dinamiche dell'economia reale così negative da imporre un allentamento più ravvicinato e rapido. I risultati della Bank Lending Survey (9 aprile) e dell'indagine semestrale SAFE sull'accesso al credito delle imprese (8 aprile) dovrebbero confermare l'assenza di motivi di allarme sul fronte delle condizioni di finanziamento. Per questo, riteniamo molto improbabile un taglio dei tassi l'11 aprile.

L'approccio resterà riunione per riunione e dipendente dai dati, ma sarà ugualmente dato un chiaro segnale che a giugno inizieranno i tagli

A nostro avviso, la BCE non ha ancora abbastanza fiducia nelle sue previsioni per abbandonare l'approccio "basato sui dati" e "riunione per riunione". La riluttanza a segnalare un percorso programmato di allentamento della politica monetaria è emersa in alcuni discorsi anche in tempi molto recenti: per esempio, il 22 marzo Nagel ha detto che non ci sarà alcun automatismo nella fase di allentamento e che le decisioni saranno prese riunione per riunione.

Per coerenza con tale impostazione, la comunicazione formale della BCE dovrebbe restare piuttosto vaga riguardo alle mosse future. Il consenso che sembra essere maturato tra i governatori consentirebbe di introdurre nel comunicato una frase che indichi l'aspettativa di

poter ridurre i tassi il 6 giugno. Tuttavia, negli ultimi tre mesi la BCE è riuscita a ricondurre le aspettative di mercato sui tassi a livelli ragionevoli anche senza introdurre un indirizzo formale nel comunicato di politica monetaria: a tal fine, sono bastate le dichiarazioni dei governatori e qualche accenno ai tempi in cui sarebbero stati disponibili dati rilevanti per la decisione. Inoltre, dopo aver così tanto rimarcato l'importanza dei dati di questi mesi, sarebbe strano adottare impegni non condizionati. Perciò, alla fine dovrebbe essere mantenuta la stessa impostazione di marzo, limitandosi a segnalare gli ulteriori progressi verso la stabilità dei prezzi e la coerenza tra i dati e lo scenario centrale dello staff. Ciò basterebbe a confermare le aspettative già presenti nella curva e nei sondaggi.

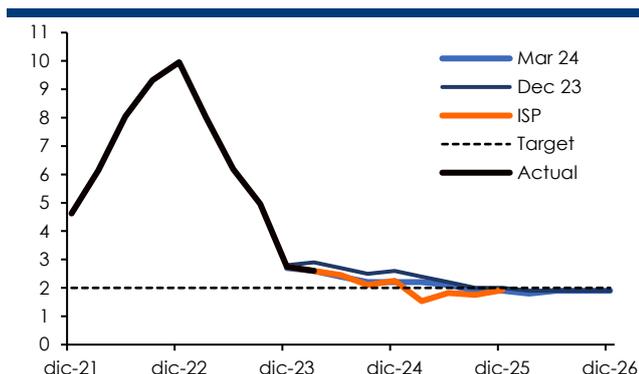
C'è spazio per tre o quattro tagli quest'anno

Se non si può escludere che la BCE si sbilanci sulla probabile data di avvio del processo di allentamento, invece è escluso che sia fornito un qualsiasi indirizzo formale sulla dimensione dei tagli successivi. Il 14 marzo, Lane ha dichiarato che la BCE non dovrebbe fornire un indirizzo basato sul calendario: un'impostazione che pare ampiamente condivisa all'interno del Consiglio. D'altronde, il Consiglio direttivo non è neppure concorde sulla strategia da adottare: alcuni hanno detto di gradire un percorso lento, con tagli coordinati all'aggiornamento delle previsioni (così Knot il 14 marzo), altri vorrebbero muovere significativamente i tassi sia a giugno, sia a luglio (Stournaras il 15 marzo).

Il nostro scenario di base al momento prevede tre tagli da 25 punti base nel 2024, tutti sincronizzati con la revisione delle proiezioni ufficiali (giugno, settembre e dicembre). Tuttavia, se i dati continueranno a essere così favorevoli, avrebbe senso allentare il freno un po' più rapidamente: in tal caso, potremmo osservare tagli a giugno, luglio e poi a settembre, seguiti da una pausa a ottobre. Il 2024 finirebbe con il tasso sui depositi al 3,0% invece che al 3,25%. Nel 2025, ci attendiamo ulteriori tagli fino a raggiungere il 2,5%.

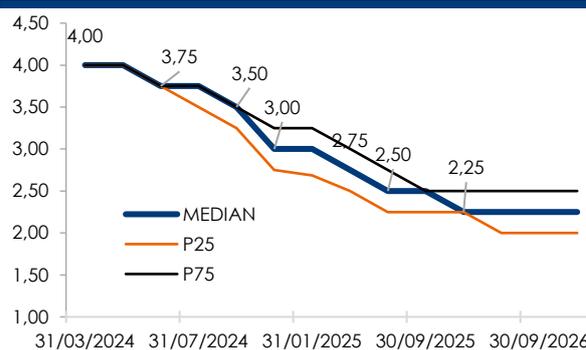
Non riteniamo che siano da attendersi modifiche agli altri strumenti di politica monetaria. La lenta riduzione dei portafogli APP sta procedendo senza problemi e non vediamo motivi per pensare a una correzione di rotta.

Inflazione ben avviata verso l'obiettivo (HICP, var.ne % a/a)



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE

L'ultima SMA vedeva una previsione mediana di 100pb di tagli tra giugno e dicembre 2024, con un punto di arrivo a 2,25% entro fine 2025



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati ECB-SMA (Survey of Monetary Analysts)

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 da Research Department 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 Research Department - Responsabile Gregorio De Felice

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Mario Di Marcantonio

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

mario.dimarcantonio@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com