

Focus Area Euro

La BCE non toccherà i tassi ufficiali a luglio

Nonostante l'approccio riunione per riunione, è già evidente che il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea non muoverà i tassi ufficiali il prossimo 18 luglio. A nostro parere, occorrerà attendere almeno fino a settembre per osservarne una nuova riduzione. Non si tratta di una mossa scontata: richiederà un nuovo passo all'ingù dell'inflazione.

- La BCE continua a sostenere che le sue decisioni sui tassi ufficiali vengono prese riunione per riunione sulla base dei dati. Tuttavia, ciò non esclude che spesso la riunione seguente venga preceduta da dichiarazioni che consentono di capire l'orientamento del Consiglio. Nel caso della riunione di politica monetaria del prossimo 18 luglio, mercati e analisti concordano nell'escludere un nuovo taglio dei tassi ufficiali, aiutati in questo anche dalle dichiarazioni dei membri del Consiglio Direttivo.
- Riteniamo che a settembre potrebbero maturare le condizioni per rimuovere un altro strato di restrizione monetaria. Un taglio di 25 punti base a settembre è lo scenario centrale di mercato e analisti, noi inclusi. Concordiamo anche con l'aspettativa che vi sarà un'ulteriore riduzione dei tassi a dicembre.
- Si badi, però, che nulla è garantito: perché sia attuato, è necessario che nei prossimi mesi lo scenario si sviluppi come previsto dallo staff BCE. Un'accelerazione troppo marcata della domanda, una dinamica sfavorevole del costo del lavoro per unità di prodotto o un'eccessiva persistenza dell'inflazione nei servizi potrebbero convincere una maggioranza del Consiglio Direttivo che è meglio non allentare il freno ancora per qualche mese.
- In effetti, la ragione per cui ci attendiamo due tagli dei tassi entro fine 2024 è che le nostre proiezioni su crescita e inflazione sono più basse rispetto a quelle dello staff BCE. Inoltre, ci aspettiamo che la BCE riduca gradualmente il livello di restrizione monetaria per compensare sia il calo dell'inflazione, sia gli effetti ritardati della restrizione del 2022-23, che sono ancora in corso.

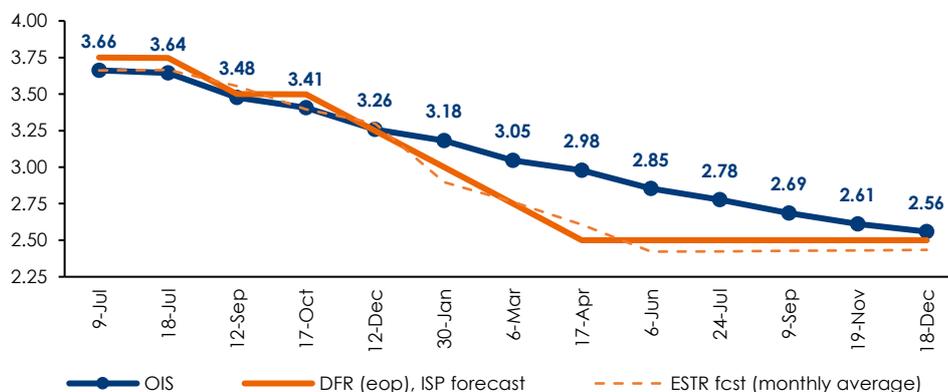
11 luglio 2024

Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Fig. 1 - Il mercato degli OIS prezza come scenario più probabile quello di 2 tagli dei tassi a settembre e dicembre 2024



Fonte: Refinitiv e proiezioni Intesa Sanpaolo – Research Department

Anche se non c'è un indirizzo formale sui tassi, è chiaro a tutti che la riunione di luglio sarà interlocutoria

Nel marzo 2023, la Banca Centrale Europea ha abbandonato l'idea di fornire ai mercati un'indicazione chiara sul percorso dei tassi ufficiali, sostenendo che l'incertezza è eccessiva per poter indicare con sufficiente fiducia un percorso predeterminato. Da allora, la dichiarazione di politica monetaria ribadisce che le decisioni vengono prese riunione per riunione sulla base dei dati e delle loro implicazioni per la previsione dell'inflazione.

L'assenza di *forward guidance* non significa che mercati e analisti si muovano al buio. In pratica, i tempi del primo taglio dei tassi (quello dello scorso 6 giugno) sono apparsi abbastanza chiari, con mesi di anticipo rispetto alla sua attuazione concreta. Inoltre, nelle settimane precedenti le riunioni di politica monetaria le dichiarazioni dei governatori delle banche centrali nazionali (BCN) consentono di farsi un'idea abbastanza completa dell'esistenza o meno di un consenso interno. Infine, l'assenza di un indirizzo formale non ha escluso che venisse fornito un indirizzo informale e non impegnativo, tanto che non è mai capitato nell'ultimo anno che la decisione di politica monetaria abbia sorpreso i mercati. Questo modo di comunicare ai mercati offre alla BCE il beneficio di poter meglio celare ripensamenti ed errori riguardo al percorso previsto per i tassi ufficiali. Inoltre, consente di superare e rendere meno palese il problema creato dalle divergenze interne sul percorso ottimale della politica monetaria. A nostro avviso, il *dot-plot* del FOMC, però, presenta il vantaggio di offrire un quadro più organico dello spettro di opinioni rappresentato nel Comitato rispetto alle dichiarazioni estemporanee dei governatori di BCN. Senza le quali, peraltro, le aspettative potrebbero essere molto più volatili.

Che cosa ci dice la comunicazione informale dei governatori riguardo alla riunione del 18 luglio? Che, con ogni probabilità, i tassi non saranno tagliati. A inizio giugno, come riferiscono i verbali della riunione di politica monetaria, "alcuni membri" del Consiglio avevano dichiarato che la loro fiducia nel conseguimento dell'obiettivo di inflazione non era aumentata e che, al contrario, era cresciuta la loro incertezza. In seguito, diversi governatori di BCN hanno detto che non bisogna affrettarsi a tagliare di nuovo (per esempio: Müller, Wunsch, Kažimír), che occorre muoversi con gradualità (Villeroy de Galhau, Nagel), che la prossima mossa è possibile da settembre (Vasle) o improbabile a luglio (Knot, Makhlouf). Tirando le somme, metà dei governatori hanno indicato che non vedono l'esigenza di ridurre subito i tassi, mentre gli altri non si sono espressi.

Giustamente, i mercati sono nettamente orientati a escludere una riduzione dei tassi il prossimo 18 luglio, evento a cui è associata una probabilità implicita del 10% circa. Concordiamo pienamente con tale valutazione: riteniamo altamente improbabile un taglio dei tassi a luglio, così come un abbandono dell'approccio "dipendente dai dati" e variazioni al programma di riduzione dei portafogli APP/PEPP già comunicato.

Le prospettive da qui a fine 2024: riteniamo ancora probabili due ulteriori tagli dei tassi ufficiali

Che cosa accadrà dopo luglio? Essendo il Consiglio Direttivo della BCE diviso sui rischi dello scenario di inflazione (almeno questa è l'indicazione emersa dal resoconto della riunione di politica monetaria del 6 giugno) non esiste alcun orientamento incondizionato a tagliare nuovamente i tassi ufficiali. Un allentamento della restrizione richiederà conferme allo scenario di riduzione dell'inflazione da parte dello staff BCE, che include una significativa riduzione dei tassi di interesse a breve termine tra le ipotesi tecniche. Nello specifico, serviranno:

- un'inflazione core al 2,5-2,6% nel trimestre estivo;
- un tasso di crescita annuo dei salari intorno al 5% e in calo verso il 4,5% a fine 2024;
- una graduale ripresa della crescita della produttività, attesa tornare positiva dal 3° trimestre, e/o minore ripresa dei margini unitari di profitto.

Non bisogna attendersi tagli dei tassi la prossima settimana, né altre modifiche al quadro della politica monetaria

Indicazioni in tal senso sono arrivate anche dai governatori delle BCN

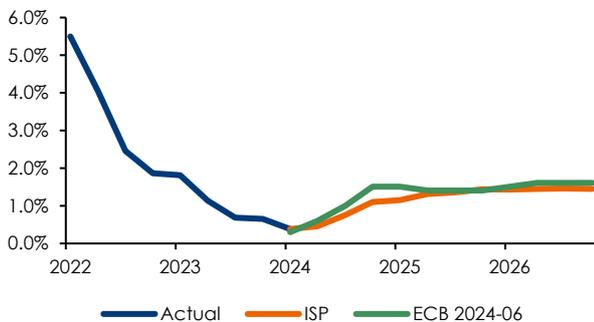
Riteniamo ancora probabili altri due tagli entro fine anno, ma tutto dipenderà dall'andamento dell'inflazione

Inoltre, sarà da valutare l'intensità della ripresa della domanda interna: un rimbalzo troppo forte potrebbe spaventare il Consiglio Direttivo e indurre a posticipare l'allentamento della politica monetaria. Nel resoconto della riunione di giugno, si legge che "anche forti shock al rialzo sull'inflazione (tra cui un'inflazione dei servizi più persistente del previsto o una trasmissione monetaria più debole del previsto) potrebbero essere affrontati con un ritmo di tagli dei tassi più lento rispetto al percorso dei tassi di base incorporato nelle proiezioni". Non dimentichiamoci che l'obiettivo di inflazione è prioritario per la BCE e che attualmente la probabilità di non conseguirlo neppure nel 2025 è di poco inferiore al 50%, guardando le proiezioni di giugno.

Le nostre previsioni sono coerenti con l'ipotesi di un secondo taglio a settembre. Infatti, siamo più pessimisti della BCE sulla ripresa dell'attività economica, prevedendo una crescita trimestrale mediamente più bassa di un decimo di punto percentuale, risultante in una variazione tendenziale a fine 2024 inferiore di 0,3 punti percentuali rispetto alla proiezione BCE. Ci sono varie ragioni per cui siamo cauti sulla ripresa del PIL, malgrado il recupero di potere d'acquisto: la politica fiscale sta diventando meno accomodante, la ripresa della domanda estera è modesta e le condizioni finanziarie sono ancora restrittive, malgrado il taglio attuato lo scorso mese. In effetti, in assenza di nuovi tagli dei tassi, il costo del servizio del debito aumenterebbe ancora nei prossimi mesi, a mano a mano che il debito acceso durante la fase di politica monetaria espansiva verrà rinnovato. Le elevate riserve di liquidità delle imprese possono rallentare tale processo, ma non evitarlo del tutto. In giugno, la BCE notava la debolezza dell'attività nelle costruzioni e negli altri investimenti e l'aumento dei tassi reali di interesse pagati da imprese e famiglie; inoltre, commentava che l'effetto massimo sull'inflazione potrebbe non essersi ancora visto.

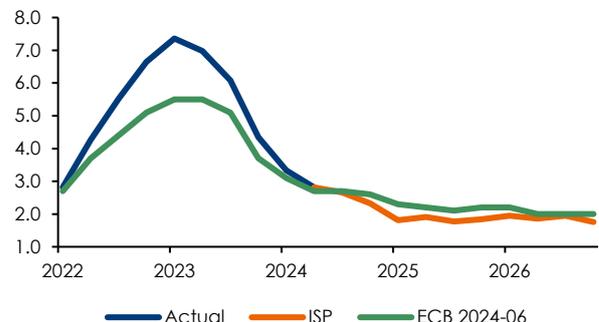
In effetti la nostra previsione di tagli è legata a stime inferiori a quelle BCE su crescita e inflazione

Fig. 2- Siamo più pessimisti della BCE sulla crescita del PIL reale nel 2024



Fonte: Eurostat, ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2024) e proiezioni Intesa Sanpaolo

Fig. 3 - Ci aspettiamo un calo dell'inflazione core in linea con le previsioni BCE nel trimestre estivo, più rapido nel trimestre finale



Fonte: Eurostat, ECB Staff Macroeconomic Projections (June 2024) e proiezioni Intesa Sanpaolo

Per quanto riguarda i prezzi, non ci attendiamo scostamenti significativi nel 3° trimestre, mentre pensiamo a una frenata più rapida nel corso del 4° trimestre. Nel breve termine ci potrebbero essere rischi al rialzo legati alle tensioni nei comparti dell'ospitalità e della ristorazione, anche per l'affollamento di eventi sportivi straordinari in Europa. Soltanto nei mesi tra agosto e ottobre si potrebbe vedere un'inflazione vicina al 2%, prima di una risalita negli ultimi due mesi del 2024; un ritorno stabile sotto il 2% è atteso comunque solo nel 2025. Per quanto riguarda l'indice al netto di energia e alimentari freschi, recentemente abbiamo alzato la nostra stima di un decimo sia per quest'anno che per l'anno prossimo, al 2,7% e 1,8% rispettivamente, ma restiamo relativamente ottimisti.

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