

Macro Rapid Response

BCE: tassi fermi e nessuna indicazione per settembre

Come atteso, i tassi ufficiali BCE restano invariati e non viene fornita alcuna indicazione riguardo a come la Banca centrale agirà a settembre. Se riteniamo probabile che i tassi saranno tagliati di 25 punti base è perché ci aspettiamo un parziale raffreddamento dell'inflazione core nei prossimi due mesi, non perché sia già scritto.

Oltre a lasciare i tassi ufficiali invariati, il consiglio direttivo della Banca Centrale Europea ha evitato di indicare ai mercati se a settembre è probabile o no un nuovo taglio dei tassi.

L'approccio delle decisioni prese riunione per riunione sulla base dei dati è stato applicato rigorosamente nel comunicato e poi nella conferenza stampa della presidente Lagarde. Gli elementi che orienteranno la decisione sono fondamentalmente ancora gli stessi: l'andamento osservato dell'inflazione sottostante, l'evoluzione dei dati che influenzano le proiezioni future sull'inflazione e l'intensità della trasmissione della politica monetaria.

La decisione (unanime) di lasciare il tasso sui depositi invariato al 3,75% e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento al 4,25% era totalmente scontata dai mercati, che attribuivano all'ipotesi di un taglio una probabilità pressoché nulla. Per quanto riguarda la riunione del 12 settembre, il mercato monetario attribuisce a un taglio di 25pb una probabilità intorno al 70%. Concordiamo con la tesi che l'andamento dei dati dei prossimi due mesi dovrebbe essere coerente con una nuova riduzione del livello di restrizione monetaria.

La restrittività delle condizioni di finanziamento non è in discussione. Le due indagini pubblicate dalla BCE nei giorni precedenti la riunione (Bank Lending Survey, BLS, e Survey on the Access to Finance of Enterprises, SAFE) hanno mostrato che le condizioni finanziarie sono diventate ancora più restrittive nel secondo trimestre 2024, frenando soprattutto la domanda di credito delle imprese. Malgrado il taglio dei tassi operato in giugno e il calo dei tassi a medio/lungo termine dai massimi dell'autunno 2023, il rinnovo del debito in scadenza continuerà ad aumentare il costo dello stock di debito di famiglie e imprese nei prossimi mesi.

Per quanto riguarda le prospettive dell'inflazione, non vediamo ragioni per dubitare dello scenario di convergenza al 2% entro la fine del prossimo anno. La SAFE ha evidenziato tra le imprese attese di un andamento più moderato di salari e prezzi di vendita nel prossimo anno, nonché un ulteriore parziale flessione delle aspettative di inflazione. La BCE ha segnalato che l'andamento dei profitti sta compensando la coda di aumento del costo del lavoro, come atteso. Pensiamo che nei prossimi mesi l'incremento dell'indice dei prezzi sarà stabile (indice generale) o al massimo in lieve calo (indice core), prendendo una direzione più netta soltanto nel quarto trimestre. Ma ciò che conta è che **l'andamento non dovrebbe comportare sorprese negative rispetto a quanto previsto dallo staff BCE.**

L'area più critica, determinante per un eventuale taglio dei tassi, potrebbe essere rappresentata dalla dinamica dell'inflazione sottostante, e in particolare dell'inflazione domestica. Negli ultimi mesi si è verificata una netta riaccelerazione nella dinamica di breve periodo dei prezzi nei servizi: la variazione 3m/3m annualizzata è risalita al 7% (v. grafico alla pagina seguente). La nostra interpretazione è che ciò rifletta soprattutto la fine del Deutschlandticket, il pass a tariffa fissa per i trasporti pubblici in Germania. Ma le indagini mostrano ancora tensioni sui prezzi dell'accoglienza e della ristorazione. Perché i tassi siano tagliati in settembre sarà necessaria un'inversione di tendenza su questo fronte. Per il 12 settembre, la BCE disporrà di due mesi in più di dati (quelli completi di luglio e la stima flash di agosto). Inoltre, ci saranno anche i dati del secondo trimestre sui salari negoziali (pubblicati il 22 agosto). A nostro giudizio, l'esito dovrebbe consentire un nuovo allentamento della politica monetaria, ma i dati saranno importanti.

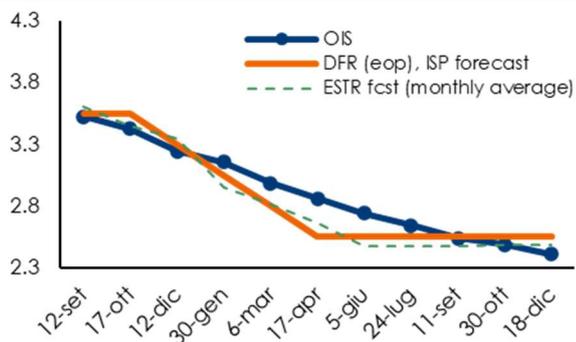
18 luglio 2024

Research Department

Macroeconomic Research

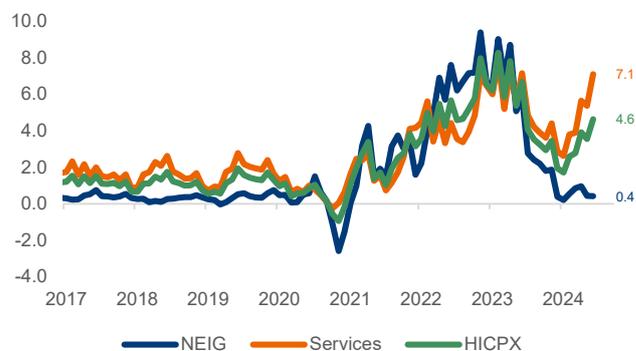
Luca Mezzomo
Economista

I mercati credono che la BCE taglierà i tassi sia a settembre, sia a dicembre



Fonte: Refinitiv e proiezioni Intesa Sanpaolo.

Per il taglio dei tassi a settembre, servirà un'inversione nella dinamica dell'inflazione nei servizi



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo – Research Department su dati BCE.

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