INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

Cambio di passo per l'allentamento monetario BCE?

10 ottobre 2024

Ci sono diffuse aspettative che la BCE annunci un nuovo taglio dei tassi ufficiali il 17 ottobre. Le continue sorprese negative che arrivano dai dati potrebbero portare a una discesa più rapida dei tassi nei prossimi mesi, fino a raggiungere l'area di ipotetica neutralità.

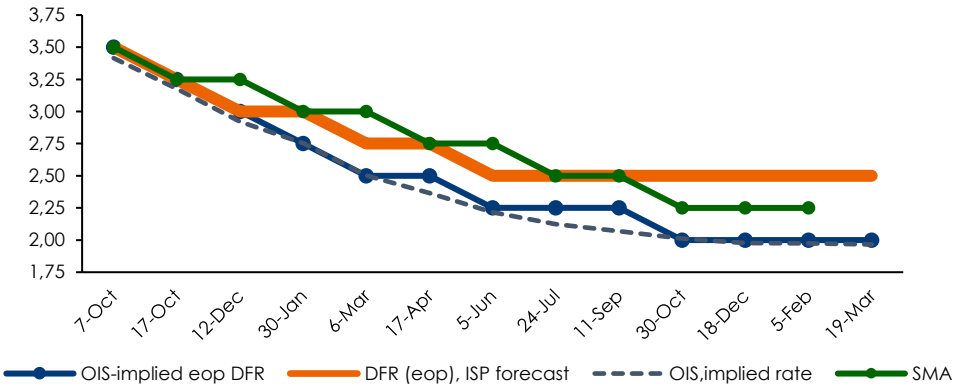
Research Department

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

- Mercati e analisti si attendono un nuovo taglio di 25 punti base dei tassi ufficiali BCE in occasione della riunione di politica monetaria del 17 ottobre. Tale cambiamento riflette le aperture fatte dalla presidente Lagarde a tale eventualità in occasione della sua ultima audizione al Parlamento Europeo.
- A monte, l'accelerazione della fase di allentamento monetario riflette la netta prevalenza di sorprese negative nel flusso di dati reali (con il concretizzarsi, quindi, di rischi negativi rispetto alle previsioni di crescita dello staff) e di un andamento dell'inflazione leggermente migliore delle attese.
- Formalmente, la BCE può affermare che il cambio di passo sia coerente con un approccio basato sui dati e con un adattamento riunione per riunione dell'adeguato livello di restrizione, data la estrema genericità della formulazione. A nostro parere, se è maturato un consenso nella direzione di raggiungere nei prossimi mesi un livello dei tassi ufficiali coerente con la neutralità della politica monetaria, l'indirizzo dovrebbe essere aggiornato di conseguenza. Tuttavia, potrebbe prevalere ancora la cautela dovuta ai numerosi fattori di incertezza del contesto.
- Sembra plausibile che ora la BCE raggiunga velocemente la fascia di neutralità dei tassi a 2,0-2,50%, fermandosi poi per valutare la reazione dell'economia. In effetti, servirà tempo perché i tagli dei tassi esercitino i loro effetti sull'economia reale.

Da settembre, si è diffusa la convinzione che la BCE sia orientata a raggiungere la "neutralità" velocemente, piuttosto che gradualmente



Nota: il DFR coerente con la curva OIS è calcolato assumendo uno spread OIS-DFR costante. Fonte: LSEG, ECB Survey of Monetary Analysts (September 2024), proiezioni Intesa Sanpaolo

Un nuovo taglio dei tassi il 17 ottobre ormai è pressoché certo

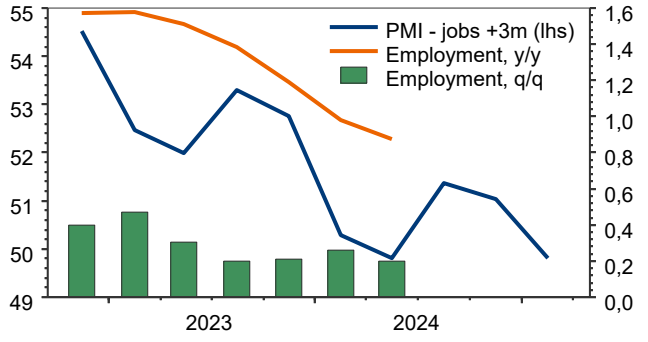
Il 30 settembre, nell'audizione al Parlamento Europeo la presidente Lagarde ha dichiarato che "gli ultimi sviluppi rafforzano la nostra fiducia che l'inflazione tornerà tempestivamente all'obiettivo" e che "di ciò si terrà conto alla nostra prossima riunione di politica monetaria in ottobre". Tale dichiarazione ha convinto tutti che il Consiglio direttivo era ormai orientato a tagliare nuovamente i tassi di 25 punti base, portando il tasso sui depositi al 3,25% prima di quanto precedentemente atteso.

La svolta verso l'accelerazione dei tagli era nell'aria. A settembre, infatti, la presidente si era guardata bene dall'escludere una mossa alla riunione successiva, diversamente da quanto fatto a giugno rispetto alla riunione di luglio. In effetti, già in tale occasione era emersa una maggiore focalizzazione sui rischi al ribasso per la crescita e una maggiore fiducia nel calo dell'inflazione verso l'obiettivo.

L'accelerazione della BCE è dovuta alla mancata ripresa della crescita e a dati di inflazione leggermente migliori del previsto

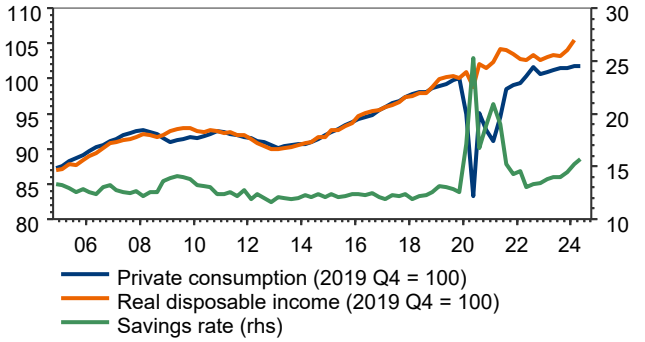
Il punto fondamentale è che **lo scenario si sta muovendo in una direzione diversa da quella attesa**. In particolare, non si sta materializzando l'attesa riaccelerazione dei consumi, mentre la crescita dell'occupazione sta rallentando, minando le basi della ripresa futura. I consumi sono frenati da un inatteso aumento della propensione al risparmio, che è ormai su livelli ben superiori a quelli pre-pandemia e che sta vanificando la ripresa del reddito reale delle famiglie. La crescita dell'occupazione è stabile a 0,2% su base trimestrale, ma sta rallentando su base annua; inoltre, le indagini congiunturali suggeriscono che il rallentamento si accentuerà nei prossimi mesi. Infine, si stanno infittendo le nubi sulle prospettive della produzione industriale in Germania, alla luce delle difficoltà crescenti nel comparto automobilistico e del rallentamento della domanda cinese. Se aggiungiamo che le politiche fiscali di diversi stati membri dovranno diventare meno accomodanti nel 2025, questa combinazione implica che la politica monetaria deve essere meno restrittiva rispetto a quanto ipotizzato in precedenza.

Il rallentamento della crescita occupazionale dovrebbe continuare nei prossimi mesi



Fonte: Eurostat, S&P Global

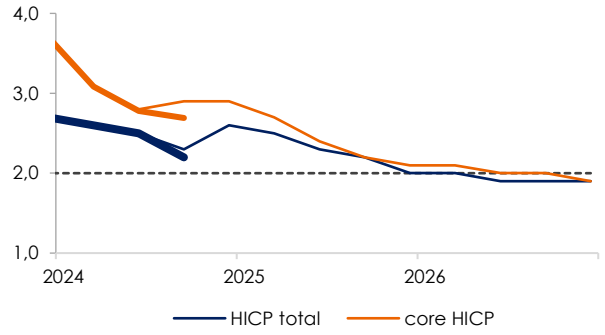
Un inusuale aumento della propensione al risparmio delle famiglie vanifica la ripresa del reddito reale delle famiglie



Fonte: elaborazioni su dati Eurostat

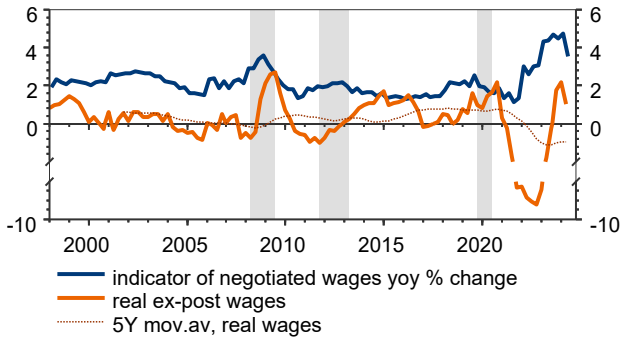
Sul fronte dell'inflazione, la BCE ha osservato un rallentamento della crescita del costo del lavoro, una compressione dei margini di profitto e una dinamica dei prezzi leggermente migliore delle attese nel corso dell'estate, sia sull'indice generale sia su quello core. Pur scontando effetti base sfavorevoli nel quarto trimestre, in assenza di shock sui prezzi energetici è probabile che la convergenza sostenibile al 2% avvenga prima di quanto ipotizzato dallo staff a settembre.

L'andamento dei prezzi nel terzo trimestre è stato migliore delle attese



Fonte: Eurostat, ECB Staff Macroeconomic Projections – September 2024

Rallenta la crescita dei salari contrattuali



Fonte: BCE, Eurostat ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Si prospetta una rapida convergenza dei tassi alla "neutralità"

Il concretizzarsi di rischi negativi nello scenario macroeconomico sembra aver convinto la BCE della necessità di portare la politica monetaria a livelli neutrali in modo molto meno graduale di quanto previsto in precedenza. La pressione è accresciuta dalla **consapevolezza che la trasmissione dei tagli all'economia reale richiederà tempo**: per ora, il loro effetto è in parte compensato dall'effetto restrittivo del rinnovo a tassi più alti di debito acceso prima del 2023 e oggi in scadenza. Peraltro, **la riduzione dei tassi potrebbe anche diminuire la propensione al risparmio**, dopo che il loro rialzo ne ha favorito l'aumento per circa 100 punti base tra il 4° trimestre 2022 e il 2° trimestre 2023 (altri 120 punti base sono dovuti a una generica percezione che sia opportuno risparmiare, indipendente dal giudizio sul rischio di disoccupazione, mentre circa 40pb non sono spiegati dal nostro modello). Tuttavia, ciò dipenderà più dai movimenti dei tassi a medio termine e dalla performance complessiva dei mercati che dai tassi a breve termine.

Nell'immediato, oltre a tagliare i tassi, **il Consiglio dovrebbe cambiare l'indirizzo molto generico che sta fornendo da giugno, spostando l'accento dal mantenimento di un adeguato livello di restrizione alla *rimozione* della restrizione stessa**. Ciò non avrebbe implicazioni per i mercati, in quanto da tempo questi scontano una discesa rapida verso il 2%. Per il resto, potrebbe essere ribadito l'approccio riunione per riunione, dipendente dai dati. Tuttavia, sarebbe ancora meglio se la BCE fornisse anche un'indicazione di massima sull'estensione dei tagli previsti, formalizzando lo spostamento del focus dal controllo del rischio di inflazione (che ormai è fortemente ridimensionato) al controllo dei rischi di tenuta dell'economia reale. A nostro giudizio, sarebbe opportuno tornare a un approccio un po' più assertivo nel comunicato di politica monetaria, come (in una situazione opposta e sicuramente caratterizzata da una ben maggiore necessità di guidare le aspettative) avvenne nel 2022. Ma può darsi che per ora prevalga la cautela dovuta alla concentrazione temporale di rischi tra ottobre e novembre (a iniziare dall'allargamento del conflitto mediorientale e dall' incertezza sull'esito delle elezioni americane di novembre).

Dopo il taglio di ottobre, è ora plausibile che la BCE faccia scendere il tasso sui depositi al 3% già a dicembre. In seguito, potrebbe esserci una pausa a gennaio e quindi altri due tagli a marzo e aprile, oppure una discesa rapida al 2,5% a inizio 2025 (come scontano i mercati), prima di una pausa più prolungata. La scelta dipenderà dall'evoluzione dei dati: per il momento, manteniamo una stima di 2,5% per il punto di arrivo.

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.

CH: Queste informazioni costituiscono un'advertisement in relazione agli strumenti finanziari degli emittenti e non sono prospetto informativo ai sensi della legge svizzera sui servizi finanziari ("SerFi") e nessun prospetto informativo di questo tipo è stato o sarà preparato per o in relazione all'offerta degli strumenti finanziari degli emittenti. Le presenti informazioni non costituiscono un'offerta di vendita né una sollecitazione all'acquisto degli strumenti finanziari degli emittenti.

Gli strumenti finanziari degli emittenti non possono essere offerti al pubblico, direttamente o indirettamente, in Svizzera ai sensi della FinSa e non è stata né sarà presentata alcuna richiesta per l'ammissione degli strumenti finanziari degli emittenti alla negoziazione in nessuna sede di negoziazione (Borsa o sistema multilaterale di negoziazione) in Svizzera. Né queste informazioni né qualsiasi altro materiale di offerta o di marketing relativo agli strumenti finanziari degli emittenti possono essere distribuiti pubblicamente o resi altrimenti disponibili al pubblico in Svizzera.

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 15a-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.intesasanpaolo.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 separatezza 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 – in accordo con 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 società del loro 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures.

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.intesasanpaolo.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 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)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Mario Di Marcantonio	mario.dimarcantonio@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com