

Focus Area euro

BCE: verso la meta, ma non tutti assieme

5 dicembre 2024

Riteniamo che il 12 dicembre il Consiglio Direttivo BCE ridurrà i tassi ufficiali ancora di 25 punti base. Al di là di modifiche formali poco rilevanti all'indirizzo sui tassi, riteniamo che le differenze interne, più ancora che l'incertezza dello scenario, impediranno di fornire indicazioni chiare sul cammino della politica monetaria. La revisione delle proiezioni dovrebbe indurre i mercati a mantenere l'attesa di un calo dei tassi ufficiali sotto il 2%.

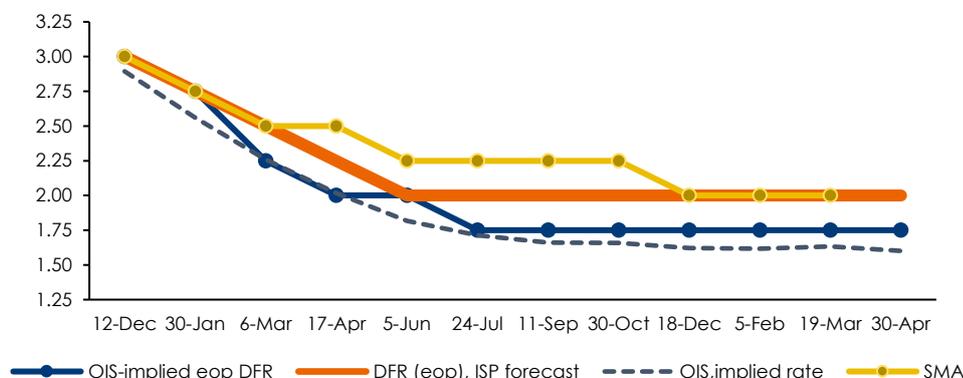
Research Department

- Il mercato si attende che la BCE tagli i tassi ufficiali di 25pb in occasione della riunione del 12 dicembre. Concordiamo con tale aspettativa.
- Probabilmente il Consiglio modificherà l'indirizzo sui tassi, segnalando che ora il focus è sulla graduale rimozione della restrizione monetaria. Allo stesso tempo, non sembra che vi sia la voglia di abbandonare l'impostazione delle decisioni "riunione per riunione" e "basate sui dati". Al massimo, il comunicato potrebbe prospettare una "graduale" riduzione dei tassi nelle prossime riunioni – senza però sbilanciarsi sul punto di arrivo. Tuttavia, anche questa possibilità potrebbe essere preclusa dalle divisioni interne.
- L'andamento dei dati dovrebbe portare a una revisione al ribasso delle proiezioni BCE su crescita e inflazione. In particolare, ci aspettiamo che il ritorno permanente dell'inflazione al 2% avvenga già dalla primavera 2025.
- I mercati scontano un punto di arrivo della fase di allentamento a 1,75-1,50%. La reazione alla serie di dati negativi e alla minaccia di guerre commerciali è comprensibile. Tuttavia, al momento continuiamo a prevedere come scenario più probabile quello di una moderata riaccelerazione trainata dai consumi, sicché manteniamo la nostra stima del punto di arrivo al 2%. Ci attendiamo che i tassi siano tagliati di 25pb a tutte le riunioni di politica monetaria tra dicembre 2024 e giugno 2025. D'altro canto, è improbabile che i dati delle prossime settimane (deboli) e la comunicazione BCE inducano i mercati a rivedere al rialzo le proprie attese.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Il mercato inizia a scontare la possibilità di mosse di 25pb, oltre a un punto di arrivo inferiore al 2%



Nota: il tasso depo implicito è calcolato nell'ipotesi di invarianza dello spread con ESTR e arrotondando ai 25pb più vicini. Fonte: LSEG, proiezioni Intesa Sanpaolo ed ECB Survey of Monetary Analysts – ottobre 2024

La riunione di politica monetaria dell'11-12 dicembre presenta tre motivi di interesse: un qualche livello di incertezza sulla dimensione del taglio dei tassi, una revisione delle proiezioni piuttosto delicata alla luce dei dati economici negativi e dell'elezione di Trump; infine, la possibile revisione dell'indirizzo sui tassi.

Un taglio è scontato, e una mossa da 25pb sembra l'opzione più probabile

Iniziando dai tassi ufficiali, i mercati danno per certo un nuovo taglio a dicembre. Tale valutazione appare del tutto giustificata dall'andamento dei dati e dal tono delle dichiarazioni dei membri del Consiglio Direttivo.

I **dati economici reali** hanno sorpreso in negativo, mostrando una contrazione della produzione industriale e un indebolimento dell'attività nei servizi. Invero, la variazione congiunturale del PIL nel 3° trimestre è stata superiore alla proiezione BCE, ma i segnali relativi agli ultimi mesi del 2024 sono sfavorevoli. Inoltre, la minaccia di guerre commerciali peggiora le prospettive di ripresa nel 2025, perché potrebbe incidere sfavorevolmente sugli investimenti delle imprese. Quest'ultimo aspetto sarà probabilmente citato nella valutazione dei rischi.

L'**inflazione** è stata complessivamente un po' più debole del previsto sia sulla misura generale, sia su quella sottostante. Anche la dinamica del costo del lavoro per unità di prodotto a metà 2024 è stata inferiore alle previsioni. L'unico elemento in controtendenza è costituito dall'andamento del cambio con il dollaro, che si è indebolito, e dei prezzi all'importazione. Tuttavia, il bilancio netto dei dati sui prezzi giustifica un allentamento della politica monetaria.

Sul fronte della **trasmissione della politica monetaria**, si iniziano a osservare segnali di una veloce risposta delle condizioni finanziarie all'allentamento della politica monetaria. I dati evidenziano una ripresa del credito (soprattutto mutui casa), un calo dei tassi medi di finanziamento di famiglie e imprese, un arretramento a livelli negativi dei tassi reali sull'orizzonte 5 anni e un sostanziale azzeramento di quelli sugli orizzonti 1 e 10 anni. In aggiunta, anche il cambio si è indebolito sui mercati valutari. Tuttavia, le condizioni finanziarie complessive restano restrittive.

La **comunicazione BCE** è stata unanime nel confermare l'orientamento ad attuare un nuovo taglio dei tassi. Dichiarazioni chiare a supporto di una riduzione dei tassi sono giunte da Lane, Schnabel e tutti i governatori nazionali intervenuti tranne Holzmann (che ha definito la mossa non scontata). Semmai, le divisioni si sono ora spostate sulla dimensione della mossa. La preferenza per un allentamento graduale (che tendiamo a interpretare come mosse da 25 punti base invece che 50pb) è stata espressa da Schnabel e Nagel. Altri (per esempio, Stournaras) hanno previsto un taglio di 25pb. Alcuni (Villeroy de Galhau) hanno auspicato una discussione sulla dimensione corretta del taglio oppure hanno esplicitamente appoggiato una mossa di 50 punti base (Centeno).

I mercati attribuiscono a una mossa immediata di 50pb una probabilità del 10%, ma la probabilità implicita che almeno uno dei prossimi tre tagli sia di 50pb risulta pari al 60%. La nostra aspettativa è che la revisione delle proiezioni e del bilancio dei rischi non sia sufficiente a spostare il consenso a favore di una mossa ampia alla riunione di dicembre. Per le altre riunioni, il nostro scenario di base è che la riduzione sia continua ma graduale. Eventuali divergenze di opinione sulla dimensione del taglio emergeranno con la pubblicazione del resoconto della riunione, ma potrebbero essere già anticipate dalla presidente Lagarde in conferenza stampa.

Forward guidance: difficile che emerga un orientamento legato al calendario

A ottobre, la BCE aveva continuato ad affermare molto genericamente che avrebbe continuato a seguire un approccio fondato sui dati nel determinare livello e durata appropriati della restrizione. Alla prossima riunione, il focus potrebbe spostarsi dalla necessità di mantenere un livello sufficiente di restrizione a quella di riportare i tassi di policy gradualmente a livelli neutrali.

I dati sostengono inequivocabilmente l'opportunità di tagliare i tassi ufficiali

Il Consiglio dovrebbe essere unanime nel sostenere il taglio...

...ma potrebbero emergere divergenze sulla dimensione

Difficile che la forward guidance si spinga oltre. Il governatore di Banca d'Italia, Fabio Panetta, ha esortato a introdurre un "indirizzo direzionale" ("directional guidance"), che ritiene utile per ridurre il rischio di uno scenario di domanda debole, in alternativa alle due opzioni estreme di "nessun indirizzo" (che può creare incertezza nelle aspettative sui tassi) e un indirizzo legato al calendario (che introduce rischi reputazionali per la banca centrale in un contesto di incertezza)¹. Lane ha escluso impegni a muoversi a una velocità predeterminata e ha sottolineato i vantaggi di "state dependency" e "optionality"². Villeroy de Galhau ha parlato di "flessibilità" basata su dati e proiezioni economiche riguardo sia alla dimensione, sia alla frequenza dei tagli³. Dato che in Consiglio sono presenti opinioni diverse al riguardo, ci sembra improbabile che il comunicato possa esprimere indicazioni precise riguardo alle prossime riunioni. In sostanza, la BCE continuerà a non condizionare le aspettative dei mercati.

La mancanza di indirizzo sulla velocità dell'allentamento riflette anche l'assenza di consenso interno, oltre che il timore dei rischi reputazionali

Al momento continuiamo a prevedere come scenario più probabile quello di una moderata riaccelerazione trainata dai consumi, sicché manteniamo la nostra stima del punto di arrivo del tasso sui depositi al 2%. Ci attendiamo che i tassi siano tagliati di 25pb a tutte le riunioni di politica monetaria tra dicembre 2024 e giugno 2025. D'altro canto, è improbabile che i dati delle prossime settimane (previsti ancora fiacchi) e la comunicazione BCE (che resterà piuttosto vaga) inducano i mercati a rivedere al rialzo le proprie attese: nella stessa BCE, diversi membri del consiglio sembrano preferire che i mercati reagiscano più o meno liberamente al flusso dei dati, nella misura in cui i movimenti sono coerenti con la funzione di reazione della Banca centrale⁴.

L'adattamento delle aspettative ai dati anticipa gli effetti dell'allentamento monetario e fa comodo anche alla BCE

Probabile una limatura alle proiezioni di crescita e inflazione dello staff

La revisione delle proiezioni contribuirà ad alimentare le attese di taglio dei tassi. Anche se il 3° trimestre è stato addirittura superiore alla stima centrale dello staff BCE, l'andamento debole dei dati congiunturali giustificerebbe una limatura alla proiezione 2025 del PIL a 1,0-1,2%. Ricordo che la nostra proiezione è scesa a 0,9%, mentre la media del consenso si colloca a 1,1%. Meno chiaro è come si muoveranno le stime per gli anni seguenti, dato che lo scenario dovrebbe incorporare anche tassi di interesse significativamente più bassi (circa -50pb nel 2025, circa -25pb nel 2026) e un cambio dell'euro più debole di circa il 3%.

Riguardo all'inflazione, ci attendiamo una limatura della stima 2022 per l'IPCA a 2,0-2,1% e per l'IPCA esclusa energia e alimentari a 2,2%. Al momento, la nostra previsione media annua si colloca a 1,8% per l'IPCA e a 2,1% per l'IPCA core.

Infine, ricordiamo che lo scenario dello staff sarà esteso per includere anche il 2027.

¹ F. Panetta, "[Back to the future: forward-looking considerations on monetary policy normalization](#)", 19 novembre 2024: "A 'directional guidance' would help to stimulate consumption and investment, thereby reducing the likelihood of a weak-demand scenario. It would help households and firms to take more informed longer-term decisions. [...] . If the central bank is not prepared to abandon the 'no-guidance' approach, it becomes more difficult for households and firms to make commitments." (p. 10).

² P. Lane, "[Monetary policy under uncertainty](#)", 25 novembre 2024: "Stressing state dependency and optionality, in line with the meeting-by-meeting and data-dependent approach, can help to avoid embracing a view or a policy approach, which could reduce our room for manoeuvre in conditions that we were unable to anticipate."

³ "Le maître-mot ici est et reste l'optionnalité totale, combinant les deux dimensions du rythme que sont la fréquence et l'ampleur des réductions de taux." V. «[Quelques réflexions sur la politique monétaire, l'année à venir et les dix dernières années](#)», 28 novembre 2024.

⁴ Per esempio, Villeroy de Galhau, *cit.*, sembra preferire tale approccio: "la signalisation souple (soft signaling) pourrait donc constituer maintenant notre mode de communication approprié. En clarifiant sa fonction de réaction, la banque centrale peut utilement influencer les anticipations des marchés relatives à la politique future."

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.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 – 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.intesasnpaolo.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.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 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