



FIDEURAM
INTESA SANPAOLO
PRIVATE BANKING
Asset Management

Obiettivo mercati

UN APPROFONDIMENTO MIRATO

7 MARZO 2024

BCE: la discesa delle previsioni di inflazione apre la porta ad un taglio dei tassi a giugno

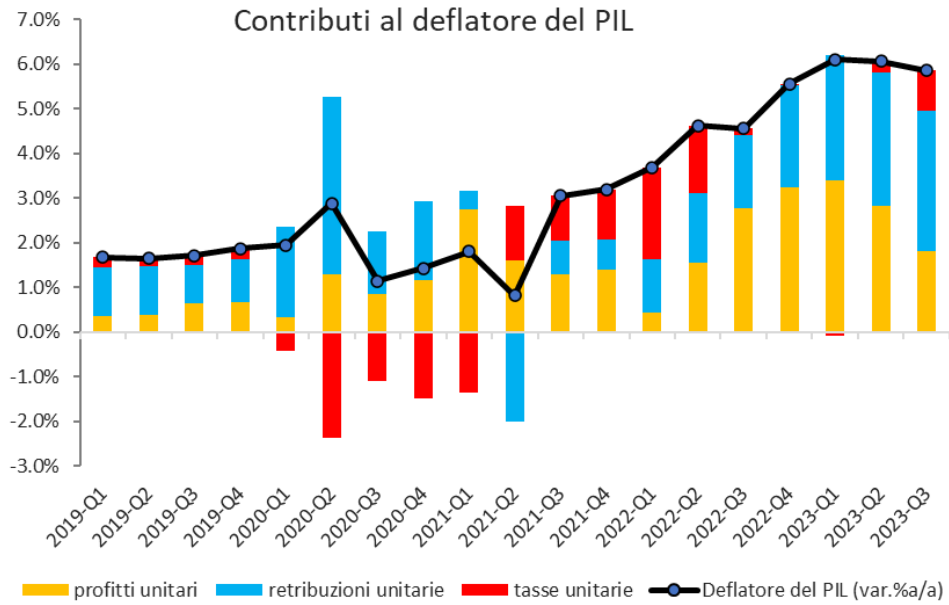
A cura di *Ilaria Spinelli*, analista team ricerca economica di Fideuram Asset Management SGR

“We will have a lot more information for the June meeting and it matters because we are data dependent... We have not discussed rate cuts at this meeting, we are just beginning to dial back our restrictive stance, provided we have enough information to be sufficiently confident” Lagarde durante il Q&A

La conferenza stampa odierna della BCE era molto attesa per cercare delle indicazioni in merito alla tempistica del primo taglio dei tassi. La BCE ha presentato delle nuove previsioni di inflazione che non sono più da ostacolo per un taglio, dal momento che contemplano il rientro dell’inflazione all’obiettivo del 2% nel medio termine, per la prima volta dall’avvio del ciclo restrittivo. Pertanto, subito dopo la diffusione del comunicato stampa, il mercato si era mosso prezzando una maggiore discesa dei tassi a breve, nella speranza che la BCE si apprestasse, durante la successiva conferenza stampa, a rivalutare la possibilità di un taglio già ad aprile, o perlomeno che lasciasse ambiguità in merito.

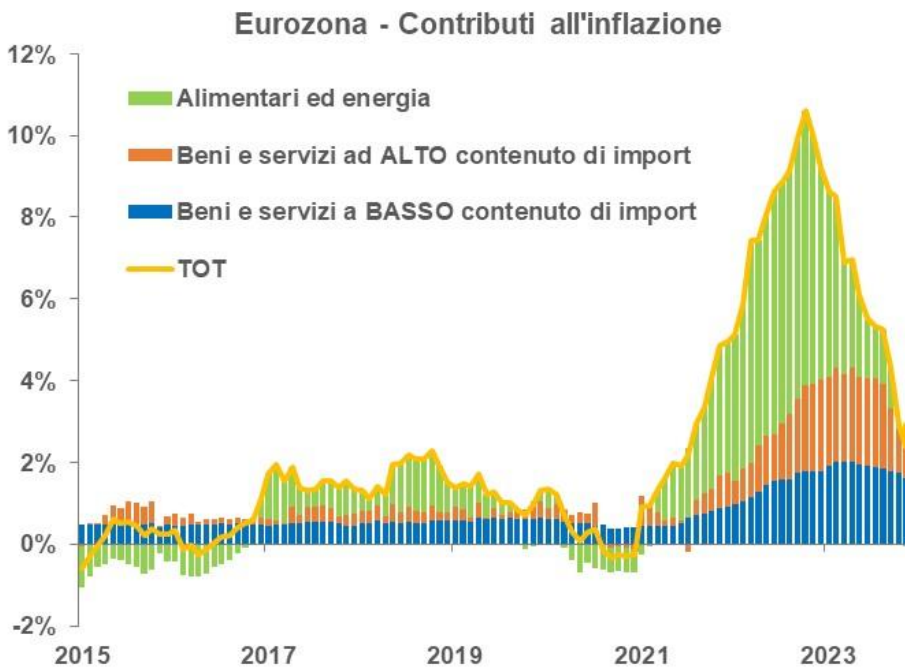
Il tono complessivo della conferenza stampa, però, ha chiarito meglio come la BCE consideri aprile ancora troppo prematuro per avviare il ciclo espansivo. Il messaggio di fondo rimane infatti quello fin qui comunicato dalla BCE e dai suoi principali esponenti, ovvero che la Banca Centrale, pur confortata dai progressi nella discesa dell’inflazione, **vuole poter disporre di più dati per essere sufficientemente convinta che il rientro dell’inflazione all’obiettivo nel 2025 si realizzerà concretamente.** **E a giugno, nelle parole della Presidente Lagarde, si avranno molti più dati, e la BCE “è data dependent”,** ha chiosato Lagarde, specificando inoltre che la BCE “non decide sulla base di un dato in più” (ulteriore ragione per escludere la riunione di aprile, tra un solo mese). La necessità di disporre di maggiori dati, e quindi non propendere per un taglio già ad aprile, è inoltre condivisa in misura ampia e generalizzata dal Consiglio Direttivo (la Presidente ha parlato di un “*general broad agreement*”).

In particolare, i dati di cui la BCE vuole poter disporre prima di decidere il taglio dei tassi riguardano la dinamica dei salari e l’evoluzione del costo del lavoro per unità di prodotto, alla luce del fatto che l’occupazione in Eurozona continua ad essere molto robusta ed il tasso di disoccupazione a mantenersi sui minimi storici, pur in presenza di una crescita del PIL asfittica. Tale dinamica è in atto da diversi trimestri, determinando un innalzamento del costo del lavoro per unità di prodotto. E’ pertanto necessario che i margini di profitto assorbano i rialzi salariali. Un’indicazione in tal senso è già giunta dai dati dell’ultimo trimestre 2023 (come si può vedere dal grafico sottostante), ma a giugno (non ancora ad aprile) la BCE disporrà anche dei dati del primo trimestre di quest’anno.



Fonte: Eurostat

La BCE continua inoltre ad osservare un'inflazione "domestica" (più legata alla dinamica dei prezzi dei servizi, che a loro volta risentono del costo del lavoro) **ancora molto vischiosa ed elevata**. Nel grafico sottostante si può osservare una proxy di questa "inflazione domestica", costruita dalla stessa BCE, ovvero l'inflazione "nei beni e servizi a basso contenuto di importazione", che quindi più risentono delle dinamiche di costo interno all'Eurozona (le barre blu nel grafico).



Fonte: Eurostat, Fideuram AM

Infine, durante la conferenza stampa Lagarde, ad una domanda che le chiedeva di esprimersi in merito a quello che lei considererebbe un ritmo graduale di taglio dei tassi, ha risposto (in modo peraltro sibillino) utilizzando la **“similitudine delle stagioni”**, ovvero specificando che **la BCE “si trova attualmente nella stagione del mantenimento dei tassi, entrerà nella stagione restrittiva e solo successivamente si sposterà nella stagione espansiva”** (*“We are in the holding season, we will move to the restrictive season...and we will move to an easing season”*). Questa risposta lascerebbe intendere che la BCE non ritenga di essere nemmeno ancora entrata nella stagione restrittiva, probabilmente in relazione al fatto che le pressioni sui prezzi domestici sono giudicate ancora persistenti e non sufficientemente attenuate.

Ciò detto, è indubbio che le previsioni di inflazione non siano più da ostacolo per un taglio dei tassi: l’inflazione è infatti ora prevista al 2% nel 2025 e addirittura lievemente sotto l’obiettivo, all’1.9%, nel 2026. Entrambe le stime sono state riviste al ribasso di un decimale, così come anche quelle relative all’inflazione *core*, anch’essa ora prevista all’obiettivo nel 2026. Si consideri che queste previsioni sono state formulate incorporando lo scenario di circa un mese orsono dei tassi di mercato, che vedeva (e vede) quasi 4 tagli quest’anno per la BCE. **La Presidente Lagarde solitamente rifugge dal commentare le aspettative di mercato, ma durante questa conferenza stampa ha invece risposto ad una domanda in merito, definendole “più convergenti verso quanto pensa la BCE”** (*“I just note that they seem to be converging better, but everyone should do its job”*). **Si osservi infine che la BCE continua ad aspettarsi una buona dinamica di crescita nel 2025 e 2026**, per effetto della ripresa del potere d’acquisto delle famiglie, in primis, e degli investimenti, successivamente. Nonostante il buon ritmo di crescita, l’inflazione scenderebbe comunque all’obiettivo, realizzando pertanto un perfetto **“atterraggio morbido”** (ma per realizzare il quale i tagli dei tassi sono comunque necessari).

PREVISIONI BCE					
		2024	2025	2026	
PIL	Dec-23	0.8%	1.5%	1.5%	
	Mar-24	0.6%	1.5%	1.6%	
	Fideuram	0.5%	1.3%	1.5%	
INFLAZIONE	Dec-23	6.3%	3.4%	–	2.3%
	Mar-24	2.3%	2.0%	1.9%	
	Fideuram	2.4%	2.1%	2.0%	
CORE (ex food&energy)	Dec-23	4.2%	2.8%	–	2.4%
	Mar-24	2.6%	2.1%	2.0%	
	Fideuram	2.6%	2.1%	2.1%	

Confermiamo pertanto che il primo taglio dei tassi venga deciso nella riunione di giugno. Nelle nostre attese la BCE dovrebbe poi decidere un taglio di 25 pb ad ogni altra riunione dopo giugno, per arrivare ad un totale di 5 tagli entro dicembre. Il mercato al momento ne prezza poco meno di quattro, dopo averne prezzati quasi 7 tra fine 2023 e inizio 2024. I tagli potrebbero essere meno di quanto ci attendiamo, nel caso in cui la crescita dovesse sorprendere al rialzo, come si aspetta la BCE.

Da ultimo, segnaliamo che durante la conferenza stampa è stata menzionata da Lagarde la data del **13 marzo per la conclusione dell’“operational framework review”** che sta conducendo la BCE, che dovrebbe pertanto venire a breve comunicata. Si tratta di una revisione tecnica degli strumenti con cui la Banca Centrale implementa la propria politica monetaria guidando i tassi a breve sul mercato monetario e le riserve delle banche. **La revisione non ha ripercussioni a breve sulla conduzione della politica monetaria**, ma avrà invece rilevanza per la gestione del bilancio della BCE, delle riserve e della liquidità del sistema bancario e, più in generale, per il funzionamento dei tassi nel mercato monetario eurozona.

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.