



Flash BCE

Nella riunione di dicembre la BCE rimane equilibrata e ricorda che non è ancora il momento di abbassare la guardia

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

*“We didn’t discuss rate cuts at all, no discussion, no debate on this issue in this room... We do not think this is the time to lower our guard, we think there is some work to be done, in holding rates”
Lagarde durante il Q&A*

Nella riunione che si è tenuta oggi la BCE ha veicolato un messaggio coerente con quanto affermato finora e in linea con quanto ci aspettavamo, **mantenendo la *guidance* sui tassi invariata e confermando che i tassi devono restare agli attuali elevati livelli per un periodo sufficientemente lungo**, affinché sia consentito all’inflazione di rientrare all’obiettivo del 2% nel medio termine. **Si è trattato pertanto di un messaggio più equilibrato rispetto a quello veicolato ieri dalla Fed**, e volto a ricordare che la BCE ha bisogno di accumulare più evidenza empirica per essere fiduciosa in merito al processo di discesa dell’inflazione, prima di poter considerare un taglio dei tassi.

Il mercato nelle ultime settimane, soprattutto dopo la pubblicazione dei dati di inflazione di novembre (che hanno visto l’inflazione totale scendere al 2.4%) e sulla scia di una Fed più morbida, **è invece arrivato a prezzare progressivamente un numero elevato di tagli per la BCE nel 2024 (quasi sette)**, con il primo taglio già a partire dalla prossima primavera (attribuendo un 60% di probabilità ad un taglio già a marzo).

Lagarde ha invece più volte ribadito che per la BCE non è ancora il momento di “abbassare la guardia” e che il Consiglio Direttivo non ha assolutamente discusso dell’opportunità di un taglio dei tassi nel corso della riunione di dicembre.

Lagarde ha piuttosto fatto notare come le previsioni della BCE, che vedono un rientro dell’inflazione a target a fine 2025 (e una discesa sotto al target, all’1.9% nel 2026), sono state formulate incorporando il profilo atteso dal mercato per i tassi precedente al 23 novembre, quando **erano incorporati solo tre tagli il prossimo anno**, invece dei quasi sei-sette attuali. Pertanto, per la Lagarde le condizioni finanziarie non sono al momento attuale sufficientemente restrittive per il rientro dell’inflazione a target, **un modo indiretto per esprimere un giudizio in merito al fatto che il mercato si sia spinto piuttosto avanti** e stia prezzando troppo. Anzi, proprio le aspettative di discesa “eccessiva” dei tassi, prezzate ora dal mercato, sono una delle due ragioni citate da Lagarde per sottolineare come sia ancora necessario non abbassare la guardia.

L’altra ragione è il fatto che l’inflazione domestica (quella che risente maggiormente delle pressioni salariali) sia ancora rigida e persistente: Lagarde ha più volte sottolineato **la necessità per la BCE, nella prima**

metà del prossimo anno, di avere a disposizione più dati sull'evoluzione da un lato dei salari, dall'altro dei margini di profitto. Infatti, il rientro dell'inflazione a target nel medio termine è dipendente dall'assunto che la BCE fa in merito al fatto che i margini di profitto delle imprese scenderanno nel corso del 2024, al fine di assorbire i rialzi salariali anche ancora devono materializzarsi (e che dovranno compensare in parte l'aumento dell'inflazione).

Anche le nuove previsioni che la BCE ha presentato (e che vengono appunto riviste a cadenza trimestrale, si veda la tabella sottostante) **non mostrano sorprese e sono risultate in linea con le attese** (tanto è che coincidono con le nostre per il 2026, per quanto possano valere su un orizzonte previsivo così lontano). A questo proposito si osservi che la distanza che c'è tra le nostre previsioni e quelle della BCE per l'inflazione nel 2024 risente del fatto che la BCE non ha potuto incorporare il dato (che ha sorpreso significativamente al ribasso) dell'inflazione di novembre (scesa al 2.4%).

Ciò detto, si tratta di previsioni che non sono da ostacolo per un ammorbidimento della politica monetaria il prossimo anno, anzi: Lagarde ha precisato che la discesa verso l'obiettivo del 2% è ora più "piatta", più continua, e questo riduce il rischio che l'inflazione si allontani dall'obiettivo e che le aspettative si disancorino (dando pertanto maggiore fiducia alla BCE in merito all'avvio di un eventuale processo di riduzione dei tassi).

		PREVISIONI BCE			
		2023	2024	2025	2026
PIL	Sep-23	0.9%	1.5%	1.6%	-- --
	Dec-23	0.6%	0.8%	1.5%	1.5%
	Fideuram	0.5%	0.5%	1.2%	(preliminare) 1.4%
INFLAZIONE	Sep-23	5.4%	3.0%	2.2%	-- --
	Dec-23	5.4%	2.7%	2.1%	1.9%
	Fideuram	5.5%	2.4%	2.1%	(preliminare) 1.9%
CORE (ex food&energy)	Sep-23	5.1%	3.0%	2.3%	-- --
	Dec-23	5.0%	2.7%	2.3%	2.1%
	Fideuram	4.9%	2.6%	2.2%	(preliminare) 2.1%

L'altro elemento di novità emerso dalla riunione è che la BCE ha deciso in merito a come gestirà il programma PEPP il prossimo anno: la BCE continuerà a reinvestire i titoli in scadenza nel corso di tutta la prima metà del 2024 (in linea con quanto si sta facendo finora) e solo dalla seconda metà del prossimo anno i reinvestimenti saranno ridotti di circa 7.5 miliardi in media al mese (circa la metà di quanto scade mediamente mensilmente del programma).

Si tratta senz'altro di una decisione anche in questo caso molto equilibrata e più "morbida" delle attese: la BCE si riserva infatti di mantenere tutta la flessibilità necessaria nella prima metà del prossimo anno, in cui le emissioni dei governi saranno elevate, e riequilibrerà in modo graduale e prevedibile il PEPP solo successivamente, per poi discontinuare del tutto i reinvestimenti dal 2025 (come previsto in precedenza). Alcuni analisti vedevano invece probabile che la BCE iniziasse a disinvestire il PEPP da marzo, o addirittura da gennaio del prossimo anno. Soprattutto, è interessante che la BCE, con questa decisione, abbia voluto distinguere nettamente lo strumento dei tassi dallo strumento del PEPP, specificando che la decisione in merito al PEPP deriva semplicemente dalla volontà di proseguire con la normalizzazione del bilancio post pandemia, e che è completamente disgiunta dalle decisioni

sui tassi (*"We will use rates independently on what happens to PEPP"*). Pertanto, la BCE può tagliare i tassi prima di ridurre il PEPP, e può tagliare i tassi mentre sta riducendo il PEPP (ovviamente se le condizioni finanziarie lo consentono), in linea con quanto abbiamo sempre ritenuto, nel massimo della flessibilità possibile. Molto probabilmente la BCE ha anche voluto "approfittare" dell'attuale calo dei tassi di mercato (e quindi di compressione degli spread) per chiarire l'evoluzione di questo strumento il prossimo anno, sgombrando anche doverosamente il campo dalle incertezze in merito al fatto che i tassi possano essere tagliati solo una volta che la riduzione del PEPP sia stata avviata: non è così, i due strumenti sono considerati distinti.

Nonostante il richiamo di Lagarde (un po' sommerso in verità, visto che la Presidente aveva una voce molto flebile essendo reduce dal Covid e da una brutta bronchite) in merito al fatto che non sia il momento di abbassare la guardia, **i mercati anche dopo la riunione continuano a prezzare 135 punti di tagli entro il prossimo ottobre**, meno dei 147 prezzati prima che Lagarde parlasse, ma non un gran movimento di rientro. Alla luce della conferenza stampa odierna, **ci sembra più coerente mantenere le nostre attese che vedono un primo taglio tra giugno-luglio del prossimo anno** (per effettuarne poi altri tre nella successiva parte del prossimo anno), con l'idea che la BCE abbia bisogno di osservare la dinamica salariale (e del costo del lavoro per unità di prodotto) nella prima metà del 2024, prima di avviare il ciclo restrittivo.

Ovviamente la BCE rimane "data dependent" e una discesa più veloce dell'inflazione o un peggioramento della crescita, possono accelerare la decisione di tagliare i tassi alla primavera, ma non è al momento lo scenario centrale, né il nostro, né tantomeno quello della BCE (che contempla indirettamente tre tagli il prossimo anno, come osservato sopra, al fine di consentire all'inflazione di rientrare al target nell'attuale scenario previsivo).

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.