

Probabili chiarimenti dalla riunione Bce di domani

I mercati ipotizzano un taglio dei tassi già a marzo ma Lagarde avrà modo di spiegare che un'inversione di tendenza non è imminente

/ Stefano PIGNATELLI

Tassi ancora in calo sull'onda lunga dei dati inferiori alle attese sull'inflazione e del moltiplicarsi di segnali di rallentamento dell'economia che hanno spinto a riprezzare in senso "accomodante" le aspettative sulla politica monetaria della **Bce**. Il calo dell'Euribor nei prossimi 3-4 mesi sarà di 30 centesimi: dal fixing di questi giorni (3,96%) si scende al 3,70% di marzo e poi al 3,30% di giugno e al 2,65% di dicembre. I mercati prezzano pienamente un primo decremento del refi (tasso di finanziamento principale) da parte della Bce di 25 pb a marzo e poi ulteriori tagli con una riduzione complessiva di 125 punti base per la fine del 2024. I recenti dati sulla cpi Ue porteranno probabilmente la Bce a rivedere la sua previsione 2024 al ribasso (segui tassi e valute su www.aritma.eu).

Il "**surprise index**" che misura lo scostamento tra i dati effettivi e le attese, mostra un significativo peggioramento per quanto riguarda l'eurozona e un miglioramento sugli Usa. Questa diversa traiettoria sulle prospettive sta influenzando soprattutto sul recupero del dollaro verso l'euro, ma è anche emblematico per capire che il quadro macro del vecchio continente si sta deteriorando sotto la scure della restrizione creditizia in un sistema ancora bancocentrico.

I mercati si sono quindi portati ad ipotizzare una Bce che non potrà esimersi dal **tagliare i tassi** già a marzo (-25 pb e poi ulteriori tagli con una riduzione complessiva di almeno 125 punti base per la fine del 2024), questo nonostante i continui richiami delle autorità monetarie che invitano gli operatori a considerare poco plausibili le scommesse sui futuri tagli dei tassi ufficiali. Domani, giovedì 14 dicembre (riunione Bce) Lagarde avrà modo di chiarire che l'inasprimento della politica monetaria è terminato, ma che un'inversione di tendenza non è imminente e che i mercati si stanno illudendo.

Tuttavia gli ultimi due dati sull'inflazione di ottobre e novembre – decisamente inferiori alle attese – hanno cambiato il profilo dell'inflazione 2024. È probabile che

la Bce domani possa rivedere al ribasso anche in modo importante l'attesa sulla cpi 2024 che a settembre aveva alzato dal 3% al 3,2%. Facendo ciò tuttavia ribadirà che la **dinamica salariale** preoccupa con un tasso di disoccupazione basso e che il calo dell'inflazione è dovuto alla componente energia che difficilmente si ripeterà. Sta di fatto che se prendiamo la media delle variazioni mensili degli ultimi 20 anni e le utilizziamo per calcolare l'inflazione 2024 avremmo un dato finale tendenziale dell'1,5% con la cpi che potrebbe presentarsi intorno all'1% nei mesi centrali dell'anno. Questo per dire che i mercati non hanno condotto al ribasso i rendimenti senza una logica, anzi se quella dell'inflazione si trasformasse da pura ipotesi statistica in realtà, i tassi avrebbero ancora spazio di discesa.

L'inflazione di medio periodo però resta alta: la **forward inflation 5y5y** – pur scendendo da 2,6% a 2,3% in meno di un mese – resta ancora sopra il target Bce. Resta alta anche la "core" al 3,6%. Questi ultimi dati lasciano molto prudenti nel ritenere che la Bce possa muoversi già a marzo: ha sempre sostenuto che guarda all'inflazione di medio lungo termine e alla dinamica della "core" più che a quella generale per le sue decisioni di politica monetaria. Potrebbe quindi attendere qualche mese in più e poi essere più aggressiva nella seconda parte dell'anno per allinearsi ai 125 bps di taglio che prevedono oggi i mercati per il 2024.

Prendendo la media storica dal 2001 al 2019 (escludiamo gli anni COVID e post COVID che "sporcano" le medie) dei tassi reali, il tasso reale medio Euribor 3 mesi è pari a -0,1%; ipotizzando un'inflazione al 2,2% (nostre proiezioni di lungo periodo – il tendenziale a metà 2024 potrebbe scendere anche di molto sotto al 2%) significherebbe avere un Euribor medio 2024 attorno a tale livello, cioè inferiore a quanto attualmente previsto dal mercato. In questo scenario appare **plausibile** attendersi verso fine prossimo anno anche livelli inferiori rispetto al 2,65% ipotizzato dal mercato per il parametro trimestrale.