

Focus Area Euro

Verso una nuova escalation della stretta BCE?

Anche la BCE potrebbe decidere per un rialzo di 75 punti base alla prossima riunione di politica monetaria.

- Come a luglio, anche la riunione di settembre è stata preceduta da un fuoco di fila di dichiarazioni tese a spostare verso l'alto le aspettative di rialzo dei tassi, da 50 a 75 punti base, presentato come un "anticipo" di rialzi dei tassi futuri.
- Con lo spostamento delle aspettative di mercato e analisti verso 75pb, dati di inflazione ancora peggiori delle attese e strumenti per limitare il rischio di frammentazione, sarà più facile ottenere il consenso per un rialzo dei tassi maggiore rispetto a quello di luglio. Il tasso sui depositi dovrebbe salire a 0,75%, il tasso refi a 1,25%.
- Riguardo al punto di arrivo della fase di rialzo dei tassi, per ora la BCE non sta alimentando aspettative che i tassi debbano salire più di quanto scontato dai mercati, anche se qualche governatore ha iniziato a prospettarlo.
- Il rischio di recessione è un effetto collaterale accettato della politica di disinflazione. Anzi, potrebbe esserne parte integrante: il peggioramento delle prospettive di domanda dovrebbe rendere meno probabile la trasmissione dei rincari ai prezzi finali, e contenere le pressioni salariali (per ora modestissime).
- Il Consiglio potrebbe iniziare a discutere anche la possibilità di non reinvestire in pieno le scadenze APP, anche se una decisione in tal senso è più probabile a ottobre o dicembre.
- Per quanto riguarda le previsioni dello staff, ci aspettiamo revisioni al rialzo per la crescita 2022, e al ribasso per quella sul 2023. Le proiezioni di inflazione saranno alzate nel 2022 e nel 2023. Quelle riguardanti il 2024 potrebbero restare marginalmente sopra il 2%, e saranno da guardare per le indicazioni che possono fornire sull'estensione attesa del rialzo dei tassi.

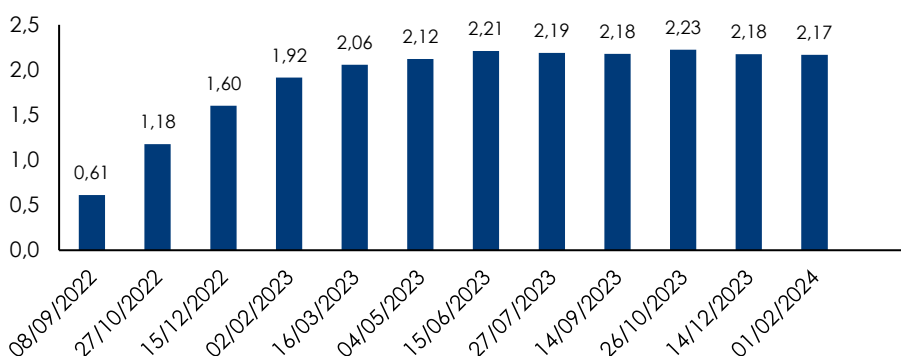
1 settembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Tassi OIS impliciti per meeting (1° settembre)



Fonte: Refinitiv

Le dichiarazioni spostano le aspettative di mercato verso un rialzo di 75 punti base

Fino a due settimane fa l'orientamento prevalente tra analisti e mercati era che l'8 settembre la BCE avrebbe alzato i tassi ancora di 50 punti base. La situazione è cambiata con il discorso di Isabel Schnabel a Jackson Hole, seguito da diverse prese di posizione a favore di rialzi dei tassi più rapidi (Nagel, Holzmann, Wunsch, Mueller, Kazaks e Villeroy de Galhau). Lane ha parlato genericamente di passo "sostenuto" per i rialzi, senza sbilanciarsi sulle proprie preferenze. Oggi, lo scenario prevalente scontato dal mercato degli OIS è che il rialzo sarà di 75 punti base.

In luglio, il passaggio da 25 punti base a 50 punti base era stato preparato allo stesso modo. Perciò, è ragionevole pensare che il fuoco di fila osservato negli ultimi giorni non rappresenti un'opzione minoritaria, ma un nuovo consenso in formazione. Perciò **rivediamo la previsione per la prossima settimana: il DFR dovrebbe salire a 0,75%, il tasso sulle OPR a 1,25% e il tasso di rifinanziamento marginale a 1,75%.**

Perché la nuova accelerazione? Probabilmente perché i dati di inflazione sono stati ancora peggiori delle attese (ancor più come diffusione dei rialzi dei prezzi e andamento delle misure di inflazione sottostante, che per il rialzo dell'inflazione al 9,1% a/a), e perché l'indebolimento del cambio avrebbe potuto accentuare ancora le pressioni. Anche l'aumento delle aspettative di inflazione (in particolare, l'aumento della quota di analisti che prevede inflazione troppo alta anche nel lungo termine) è stato interpretato come un segnale di rischio da contrastare: secondo Schnabel, "per la prima volta in 4 decenni, le banche centrali hanno bisogno di dimostrare la propria determinazione a proteggere la stabilità dei prezzi"¹.

Per ora, non ci aspettiamo novità sul fronte dei reinvestimenti APP, anche se il tema potrebbe finire sul tavolo del Consiglio entro fine anno: nei prossimi mesi, la BCE dovrà abbandonare la generica indicazione che i reinvestimenti continueranno "per molto tempo" dopo il primo rialzo dei tassi e precisare un piano d'azione per la riduzione graduale del portafoglio.

Riguardo al punto terminale dei rialzi, le opinioni iniziano a divergere

La BCE ha abbandonato a luglio ogni velleità di fornire un indirizzo sull'andamento futuro dei tassi, passando a un approccio riunione per riunione (*meeting-by-meeting*, o MBM) dopo il disastroso tentativo di limitare l'indirizzo alle due riunioni seguenti compiuto a giugno. Il 21 luglio, l'indicazione sul futuro era limitata alla considerazione che sarebbe stata "opportuna un'ulteriore normalizzazione dei tassi di interesse". Le decisioni sono guidate dai dati, che possono influenzare sia la valutazione sull'entità complessiva della restrizione necessaria, sia la velocità a cui procedere.

Le previsioni di giugno dello staff suggerivano che la BCE non ritenesse un rialzo dei tassi a breve termine a 1,6% sufficiente per riportare l'inflazione stabilmente sotto il 2% (l'inflazione core era prevista al 2,4% nel 2024), e che quindi già allora si attendesse di dover portare i tassi ufficiali a livelli più elevati rispetto a quanto i mercati scontavano. In precedenza, alcuni governatori di banche centrali nazionali avevano ipotizzato che il rialzo dei tassi potesse arrivare fra 1,5 e 2,0%. Tuttavia, avendo rinunciato a fornire una guida sull'andamento dei tassi nelle prossime riunioni, la BCE è ancora meno propensa a sbilanciarsi in modo ufficiale sull'estensione del rialzo dei tassi. Negli ultimi giorni, l'attitudine prevalente è stata quella di presentare l'accelerazione come un *front-loading* dei rialzi, e non come l'effetto di una revisione al rialzo del *terminal rate*. Secondo Lane, quest'ultimo è soggetto a spinte contrastanti (al rialzo: la rincorsa di prezzi e salari ai costi; al ribasso: l'effetto del calo della domanda aggregata). Tuttavia, alcuni governatori, come

¹ I. Schnabel, "[Monetary policy and the Great Volatility](#)", Jackson Hole Economic Policy Symposium, Agosto 2022.

Wunsch, iniziano a dire esplicitamente che i tassi dovranno salire fino a livelli che frenino l'attività economica, accettando una recessione tecnica o anche qualcosa di più, se necessario².

Nel nostro scenario, **ipotizziamo che il rialzo dei tassi si spinga fino al 2,25% (DFR)**, e che il resto del lavoro sia compiuto dalle implicazioni della crisi energetica sui redditi reali e sulla redditività delle imprese. **Il rialzo continuerà ad essere rapido a ottobre (+50pb) e dicembre (+50pb)**, per rallentare poi a inizio 2023, quando anche i dati reali dovrebbero essere molto fiacchi, l'inflazione sarà in calo e l'inflazione core dovrebbe raggiungere il suo picco.

Le previsioni dello staff: crescita rivista al ribasso, inflazione rivista al rialzo

Qualche indicazione sull'estensione probabile del rialzo potrebbe venire dalle previsioni dello staff, che incorporeranno tassi di interesse un po' più alti rispetto a quelli utilizzati a giugno: se l'inflazione core 2024 calasse al 2% con tassi Euribor 3-mesi al 2%, questa sarebbe già un'indicazione confortante. Le revisioni della proiezione sull'inflazione core potrebbero essere l'aspetto più rilevante del rapporto previsionale pubblicato dalla BCE.

Per quanto riguarda la crescita, ci attendiamo revisioni al rialzo modeste per il 2022, da 2,8 a 3,0%, e revisioni al ribasso marcate sul 2023 (per effetto dell'andamento sostenuto dei prezzi del gas e per il rischio di razionamento dell'offerta). La nostra previsione è scesa sotto l'1%, in quanto prevediamo ora variazioni negative nel 4° trimestre 2022 e nel 1° trimestre 2023. Il rischio di recessione è un effetto collaterale accettato della politica di disinflazione e, anzi, ne è parte integrante: il peggioramento delle prospettive di domanda dovrebbe rendere meno probabile la trasmissione dei rincari ai prezzi finali, e contenere le pressioni salariali (per ora modestissime, ma destinate ad alimentare la crescita dei prezzi nei servizi nei prossimi mesi).

Le proiezioni di inflazione saranno caratterizzate da drastiche revisioni al rialzo sul biennio 2022-23, mentre è meno chiaro il destino della stima 2024. Lo staff dovrà incorporare prezzi del petrolio a termine più bassi, prezzi del gas più alti e un cambio più debole rispetto a giugno.

² Citato da Reuters, "ECB rates may need to go higher than neutral, Wunsch says", 30 agosto 2022 h. 19:03.

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.-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.

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 15c-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 dalla Direzione Studi e Ricerche 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 – facendo riferimento a 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 loro società del 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>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

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 S.p.A. 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 Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------