

Macro Rapid Response

BCE: nessuna sorpresa, dopo la quella pre-meeting

Niente sorprese dalla BCE, che annuncia un rialzo parallelo dei tassi ufficiali di 75pb, avvisa che i rialzi continueranno e non modifica i reinvestimenti APP. Le revisioni delle previsioni vanno nella direzione attesa. Le proiezioni di inflazione per il 2024 segnalano che i tassi a brevissimo termine dovranno probabilmente salire oltre il 2%, e ciò anche in caso di scarsità di gas. La presidente suggerisce che si arriverà rapidamente al punto terminale, entro la fine del primo trimestre 2023.

Come era ormai atteso dai più, i tassi ufficiali della BCE salgono tutti di 75 pb: DRF a 0.75%, MRO a 1,25% e MLF a 1,50%. I discorsi pre-meeting, dunque, per la seconda volta di fila hanno modificato le aspettative del mercato in modo che l'esito della riunione non fosse sorprendente.

La BCE prospetta nuovi rialzi dei tassi ufficiali nelle prossime riunioni, senza fornire alcuna indicazione aggiuntiva riguardo all'estensione degli stessi: quest'ultima dipenderà dai dati e dal loro impatto sulle previsioni. Tuttavia, in due delle risposte fornite ai giornalisti, la presidente Lagarde si è sbilanciata ad affermare che **le aspettative dei mercati sono ragionevoli** e che **il rialzo dei tassi dovrebbe esaurirsi entro la fine del primo trimestre 2023** (in 4 riunioni al massimo).

Non ci sono novità sul fronte dei reinvestimenti – e anche questo è in linea con le nostre aspettative. Secondo Lagarde, la priorità è sul livello dei tassi. Una vittima predestinata del rialzo dei tassi sopra lo zero è il sistema di remunerazione della riserva: il *tiering* viene sospeso abbassando il coefficiente a zero, sicché ora tutte le riserve sono remunerate semplicemente al tasso sulla DRF.

Le **proiezioni macroeconomiche dello staff** sono state oggetto di ampie revisioni (si veda la tabella alla pagina seguente). La BCE è stata costretta a rivedere al rialzo la stima 2022 (3,1%, uguale alla nostra dopo la revisione del Q2 annunciata questa settimana) e a tagliare drasticamente quella 2023 (0,9%). Quest'ultima resta più alta della proiezione di Intesa Sanpaolo (0,5%), in quanto la BCE si attende una crescita negativa soltanto nel quarto trimestre 2022. Per quanto riguarda l'inflazione, le revisioni sono ancora una volta molto ampie: il 2022 sale a 8,1%, il 2023 a 5,5% e il 2024 resta sopra l'obiettivo (2,4%).

Nelle prossime due riunioni ci attendiamo rialzi dei tassi di 50 punti base, per finire il 2022 a 1,75% di tasso sui depositi. Il punto di arrivo dovrebbe essere superiore al 2%. La previsione dello staff prevede che l'inflazione core resti ben superiore al 2% anche con un tasso euribor 3-mesi al 2,0% nel 2023 e al 2,1% nel 2024, malgrado un netto calo del prezzo del gas e del petrolio. Quindi, pur con tutte le cautele del caso, è probabile che l'orientamento interno sia che i tassi dovranno salire ben oltre tali livelli. La nostra proiezione attuale è coerente con tale interpretazione: collochiamo il punto di massimo a 2,25% per il tasso sui depositi, che implicherebbe un euribor 3 mesi a 2,50% circa.

La BCE ha pubblicato anche uno **scenario negativo**, che assume non soltanto l'interruzione totale delle forniture russe di gas (che ormai è quasi completa), ma anche problemi a trovare fonti alternative di gas. Inoltre, incluse tensioni su altre materie prime, domanda estera più debole e un deterioramento delle condizioni finanziarie maggiore rispetto allo scenario base. In questo scenario alternativo, il PIL dell'eurozona si contrae di -0,9% nel 2023 ma rimbalza di 1,9% nel 2024; la dinamica dell'inflazione core è quasi identica a quello dello scenario base, a indicare che **nello scenario negativo non bisognerebbe prevedere minori rialzi dei tassi ufficiali rispetto allo scenario base.**

8 settembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Proiezioni macroeconomiche dello staff BCE e confronto con le nostre stime

| | ECB (Sep 2022) | | | Intesa Sanpaolo | | |
|-------------------------|----------------|-----------|-----------|-----------------|------|------|
| | 2022 | 2023 | 2024 | 2022 | 2023 | 2024 |
| GDP | 3.1 (2.8) | 0.9 (2.1) | 1.9 (2.1) | 3.1 | 0.5 | 2.1 |
| Inflation | 8.1 (6.8) | 5.5 (3.5) | 2.4 (2.1) | 8.2 | 6.6 | 2.1 |
| Core inflation | 3.9 (3.3) | 3.4 (2.8) | 2.3 (2.3) | 4.5 | 4.6 | 2.1 |
| Unemployment (%) | (6.8) | (6.8) | . (6.7) | 6.7 | 6.8 | 6.6 |

Fonte: BCE e Intesa Sanpaolo

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