

Macro Rapid Response

BCE: si prepara un terzo robusto rialzo dei tassi, con qualche extra

20 ottobre 2022

Per la terza volta di fila, la BCE lascia che le dichiarazioni dei governatori delle Banche Centrali Nazionali guidino le aspettative di mercato prima della riunione di politica monetaria. Continua a prevalere la linea del rialzo accelerato dei **tassi**, che **saliranno di 75 pb** il 27 ottobre e quindi almeno di altri 50 punti base a dicembre. La prossima settimana potrebbero anche arrivare **novità sul fronte TLTRO**.

Direzione Studi e Ricerche

Per la terza volta in tre riunioni, le aspettative dei mercati sul prossimo rialzo dei tassi sono state guidate da un fuoco di fila di dichiarazioni rilasciate da governatori nazionali, nel pressoché totale silenzio dei membri del comitato esecutivo (fra questi ultimi, chi ha parlato, lo ha fatto evitando di sbilanciarsi riguardo all'andamento futuro dei tassi). **La linea che sta prevalendo è quella di una correzione tutt'altro che graduale della politica monetaria**: semmai, quella di una rapida corsa per portare il tasso sui depositi (DFR) intorno al 2% entro fine anno, per poi dare il via a una nuova fase che includerà anche la riduzione del bilancio, oltre che nuovi rialzi dei tassi ufficiali. Poche (Visco, Centeno) le voci che si sono levate a contrastare tale impostazione, sottolineando il rischio di perdere credibilità con un overshooting seguito da una marcia indietro. I mercati si sono prontamente adeguati, dopo un breve periodo in cui le attese si erano un po' ridimensionate in scia a dati reali negativi, e il mercato degli OIS sconta un tasso sopra il 2% a fine anno (v. fig. 1).

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Difficile andare contro tali aspettative, soprattutto dopo l'ennesima sorpresa negativa arrivata dalle statistiche mensili sui prezzi al consumo (v. figura 2 a p. 2): i dati di settembre mostrano pressioni inflazionistiche diffuse, da cui pochi capitoli del paniere sono esenti (salute, istruzione, comunicazioni), anche se gran parte dell'inflazione totale resta direttamente legata al rincaro di energia ed alimentari, e un'altra parte riflette il trasferimento di tale rincaro ai prezzi di altri beni e servizi. L'evidenza di rallentamento dell'attività economica, che pure si va accumulando, resta ancora troppo preliminare per indurre la BCE a rallentare il passo. Peraltro, un rallentamento della crescita è già stato messo in conto: la BCE aveva già una previsione di marginale contrazione dell'economia europea nel quarto trimestre, per quanto già recuperata nel primo quarto del 2023, e recentemente diversi membri del consiglio direttivo hanno detto di attendersi una recessione tecnica tra fine 2022 e inizio 2023. La politica monetaria esercita i propri effetti sull'inflazione attraverso la domanda aggregata, e non grazie a esoterici legami diretti fra base monetaria e prezzi: una recessione è considerata il male necessario per frenare la propagazione dell'inflazione e scoraggiare una spirale prezzi-salari. **Il 27 ottobre dovremmo quindi osservare un rialzo di 75 punti base di tutta la terna di tassi ufficiali**, e il DFR salirà a 1,50%. Questa è ormai l'opinione anche della maggioranza degli analisti intervistati da Reuters nei giorni scorsi.

Per quanto riguarda il **punto di arrivo della fase di rialzo dei tassi**, la nostra valutazione resta che gran parte del calo dell'inflazione che osserveremo nel biennio 2023-24 sarà largamente indipendente dall'entità del rialzo dei tassi, perché legato agli sviluppi del mercato del gas naturale. Il rialzo dei tassi influirà però sulla dinamica dei prezzi core, e può essere decisivo per il ritorno al 2% nel 2024. Attualmente stimiamo che sia necessario un rialzo dei tassi modesto, a 2,25-2,50%, purché il cambio euro/dollaro si rafforzi come previsto e il prezzo europeo del gas cali gradualmente verso €100/MWh nel 2024, attivando un meccanismo di trasmissione virtuoso ai prezzi core opposto a quello oggi prevalente.

Nel frattempo, dichiarazioni e indiscrezioni raccolte dalle agenzie di stampa hanno iniziato ad aprire altri fronti, legati all'eccesso di liquidità nel sistema. Il primo è costituito dalla massa di TLTRO ancora in essere; il secondo, dai reinvestimenti delle scadenze APP.

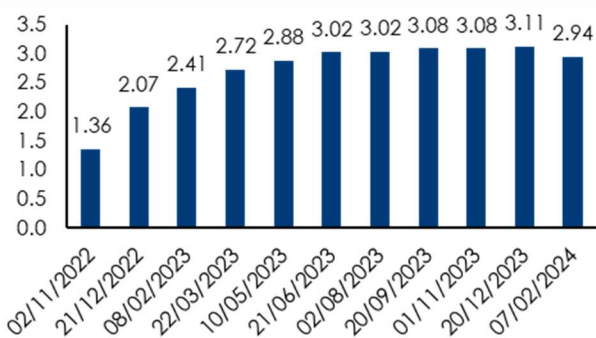
Per quanto concerne il **programma TLTRO**, più che dal rischio che i crediti TLTRO alimentino un'indesiderata espansione della domanda, la BCE è imbarazzata dal sussidio di alcune decine di miliardi di euro che le condizioni del programma garantiscono alle banche europee, e che aumenta con il rialzo dei tassi. Attualmente, le TLTROs in essere ammontano a 2.119 miliardi di euro, pari quasi alla metà delle riserve totali del sistema bancario. Un intervento correttivo sembra ormai imminente, e potrebbe essere annunciato il 27 ottobre. Le opzioni sembrano essere costituite da:

1. modifiche alle condizioni del programma TLTRO che rendano penalizzante rinviare il rimborso del credito,
2. modifiche al regime di remunerazione della riserva; la BCE potrebbe consentire l'applicazione del DFR soltanto a un multiplo predeterminato della riserva obbligatoria (*reverse tiering*), o soltanto alla differenza fra l'eccesso di riserve e le TLTRO in essere. La seconda opzione sarebbe più efficace nel promuovere il rimborso anticipato delle TLTRO, in quanto la distribuzione dell'eccesso di riserve non è omogenea rispetto a quella delle TLTRO.

Dal punto di vista della trasmissione della politica monetaria, l'intervento potrebbe liberare titoli stanziabili, ma anche portare a un temporaneo incremento della domanda per attività liquide alternative alla deposit facility. La prima finestra utile per rimborsi anticipati scatta dal 21 dicembre, sicché l'entrata in vigore del nuovo regime potrebbe essere fissata a fine 2022.

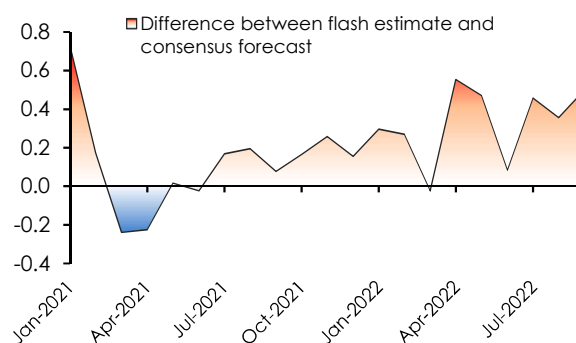
L'altro tema è la **riduzione del portafoglio APP** mediante riduzione del flusso di reinvestimenti. Voci raccolte da Reuters dopo l'ultima riunione intermedia del consiglio direttivo, dicono che la BCE potrebbe avviare una graduale riduzione del portafoglio dal secondo trimestre 2023. La tesi è credibile, anche se l'incertezza sulla profondità della recessione che si prospetta per l'economia europea nei prossimi mesi potrebbe mettere in discussione tali certezze. Su questo fronte, però, non ci aspettiamo annunci il 27 ottobre.

Figura 1 - I mercati scontano tassi almeno al 2% a fine 2022, e un picco fra 3,0% e 3,25%



Fonte: Refinitiv

Figura 2 - I dati sui prezzi al consumo continuano a sorprendere al rialzo, e ora il problema riguarda l'inflazione core



Nota: scarto fra il dato effettivo di variazione dell'IPCA per l'eurozona (stima Flash) e la media delle previsioni.

Fonte: elaborazione Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv ed Eurostat.

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