INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area euro

BCE: il ritmo dei rialzi rallenterà, ma il punto di arrivo sarà più alto di quanto oggi scontato

Con la riunione di politica monetaria del 15 dicembre, la BCE rallenterà il passo del rialzo dei tassi (50pb) e preparerà il terreno per il Quantitative Tightening. Lo staff alzerà le proiezioni di inflazione e abbasserà quelle di crescita. La comunicazione sarà orientata a evitare un intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie.

7 dicembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

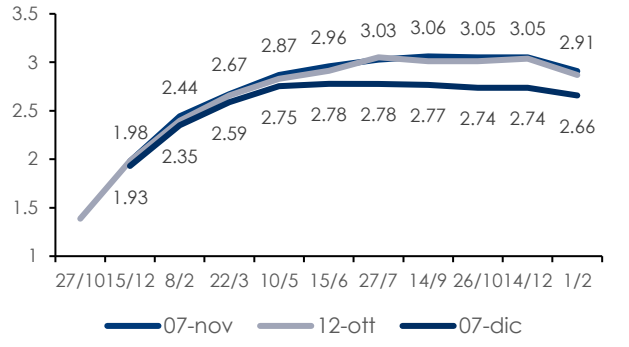
Il 15 dicembre, il Consiglio direttivo della BCE dovrebbe optare per un rialzo di 50 punti base dei tassi ufficiali. Diversi governatori nazionali hanno preso posizione a favore di una restrizione più graduale rispetto ai mesi scorsi.

La soluzione di compromesso per ottenere un ampio consenso potrebbe includere un avvio del Quantitative Tightening (QT) anticipato al 1° trimestre 2023, sebbene a ritmo molto ridotto. Il 15 dicembre saranno comunicati i principi del processo: ci attendiamo che sia annunciata una riduzione costante e modesta del portafoglio APP, coerente con un ruolo di mero supporto al rialzo dei tassi.

I mercati hanno reagito ai segnali di svolta dei tassi tendenziali di inflazione con una revisione al ribasso delle attese sul punto di massimo del ciclo di rialzi. Il movimento appare prematuro, considerando i segnali che fanno ipotizzare che la recessione sarà piuttosto blanda, anche per l'uso molto attivo di misure fiscali per mitigare l'impatto della crisi energetica, e che l'inflazione sottostante potrebbe restare molto alta nel 2023-24.

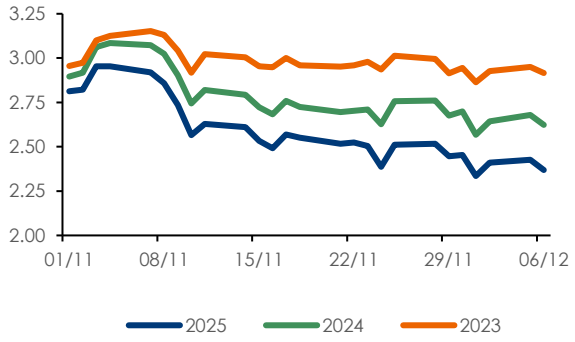
Ci attendiamo che lo staff BCE tagli drasticamente la proiezione 2023 di crescita del PIL a 0-0,5%, e che porti la proiezione di inflazione 2023 intorno al 7%. Le proiezioni di inflazione 2024-25 mostreranno convergenza all'obiettivo del 2%, ma probabilmente non completa. La previsione 2025, così come in generale la comunicazione sui rischi dello scenario, saranno orientate a scoraggiare il formarsi di attese premature di inversione del ciclo di politica monetaria.

I mercati hanno ridimensionato le attese sull'andamento dei tassi di interesse a breve termine



Fonte: Refinitiv

La correzione è iniziata in scia ai dati USA di inflazione di ottobre ed è continuata dopo i dati europei



Fonte: Refinitiv-Datastream

Probabile un rialzo dei tassi di 50pb, il 15 dicembre

Dopo aver dato a lungo per certo un rialzo di 75 punti base anche a dicembre, gli operatori di mercato hanno ridimensionato le proprie attese a 50 punti base. Il movimento è partito con i dati americani sui prezzi e i segnali di rallentamento della stretta monetaria Fed, accelerando poi in scia ai dati europei su prezzi al consumo e prezzi alla produzione.

Riteniamo da tempo l'opzione 50 punti base quella più probabile, e confermiamo tale orientamento. Le dichiarazioni dei governatori di banche centrali nazionali (BCN), che in ottobre avevano reso evidente l'esistenza di un forte sostegno a favore di un rialzo "accelerato" di 75pb, in novembre sono state molto più variegate. Riteniamo particolarmente rilevante che un governatore moderato e tipicamente rappresentativo del consenso come Villeroy de Galhau abbia iniziato a sostenere l'opportunità di rallentare la velocità dei rialzi. La stessa posizione è stata sostenuta anche da Makhlouf (Irlanda), e sembra trovare favorevoli anche i governatori del gruppo "mediterraneo". Di contro, diversi governatori dell'Europa centro-orientale hanno mostrato in novembre una preferenza per l'opzione 75pb, anche se recentemente sono stati molto silenziosi.

Il rallentamento nel ritmo dei rialzi potrebbe essere negoziato in cambio di un **avvio più rapido del QT** (Quantitative Tightening). La BCE ha già preparato i mercati a un annuncio sui principi che guideranno il ridimensionamento del portafoglio titoli APP. Da quello che si può inferire (si veda, per esempio, la recente intervista di Philip Lane a Milano Finanza), la riduzione avverrà soltanto mediante mancato rinnovo di scadenze (non con vendite di titoli) e mediante un piano predeterminato e graduale. La riduzione non dovrebbe neppure essere modulata in base all'evoluzione dello scenario: saranno i tassi ufficiali a muoversi più o meno rapidamente per adeguare la politica monetaria riunione per riunione, mentre aggiustamenti alla politica dei reinvestimenti saranno decisi più per motivi tecnici o di mercato. Riguardo ai tempi, era inizialmente atteso che la nuova politica sui reinvestimenti potesse essere avviata nel 2° trimestre 2023. Il Consiglio potrebbe forse anticiparne l'avvio di qualche mese in cambio dell'accettazione di un rialzo dei tassi di 50 punti base.

Un rallentamento a dicembre non implica un punto di arrivo più basso nel 2023

Per quanto riguarda il percorso successivo, non dobbiamo scordarci **che per la fine della restrizione monetaria non basta che l'inflazione cessi di salire: è necessario che la probabilità di osservarne il calo al 2% nell'orizzonte di previsione diventi molto alta**.

Le nostre attuali proiezioni di inflazione vedono la crescita dell'indice generale dei prezzi calare al 4,5% nel 4° trimestre 2023 e al 2,6% a fine 2024. La discesa sotto il 2% si verificherebbe soltanto nel 2025, anno in cui anche l'inflazione core dovrebbe tornare vicina al 2%. Con questo profilo di inflazione, **con un picco al 3,50%, il rialzo dei tassi ufficiali si fermerebbe a livelli reali ancora negativi**, abbondantemente inferiori rispetto a quelli che hanno caratterizzato le fasi restrittive del 2000-01 (2,8%) e del 2006-08 (2,6%), e simile alla falsa partenza del 2011 (-1,1%), che però non era associata a pressioni inflazionistiche né intense né diffuse, e che era avvenuta nel mezzo di una crisi finanziaria.

In effetti, **stiamo comunque ipotizzando uno scenario virtuoso,** in cui una fase di modesta restrizione monetaria è sufficiente a conseguire in tempi piuttosto rapidi il completo riassorbimento delle pressioni inflazionistiche grazie a moderazione salariale, dinamiche virtuose dei mark-up e allentamento delle pressioni inflazionistiche globali per la stretta monetaria della Fed. Però un ragionevole recupero di potere d'acquisto da parte dei lavoratori nei prossimi anni potrebbe portare a una discesa dell'inflazione più lenta nei servizi, a meno di non ipotizzare anomali incrementi di produttività, mentre una recessione più profonda o un calo più rapido delle attese del prezzo del gas potrebbero accelerare la disinflazione. Lane ha accennato recentemente in un'intervista alla **possibilità di una "nuova ondata" di inflazione** connessa alla trasmissione dei rincari, fattore che rallenterebbe il ritorno al 2%; inoltre, ha sottolineato che **la**

disinflazione non può essere distribuita su molti anni, ma che **deve avvenire in tempi ragionevoli**: due fattori che farebbero pensare alla possibilità di una fase di politica monetaria restrittiva per *forzare* i tempi della disinflazione e difendere la credibilità della banca centrale.

La cautela delle nostre precedenti stime sui tassi era anche connessa alla possibilità (oggi svanita) che si materializzassero scenari economici molto più negativi, caratterizzati da razionamento delle forniture di gas e da contrazione profonda del PIL. Ora tale possibilità è quanto meno rinviata alla seconda parte del 2023. **Una blanda recessione come quella oggi prevista esercita pressioni al ribasso sull'inflazione troppo modeste:** non basta a fermare il rialzo dei tassi. **Un terzo fattore a sostegno di rialzi dei tassi più ampi è l'uso attivo della politica fiscale per mitigare l'impatto della crisi energetica**.

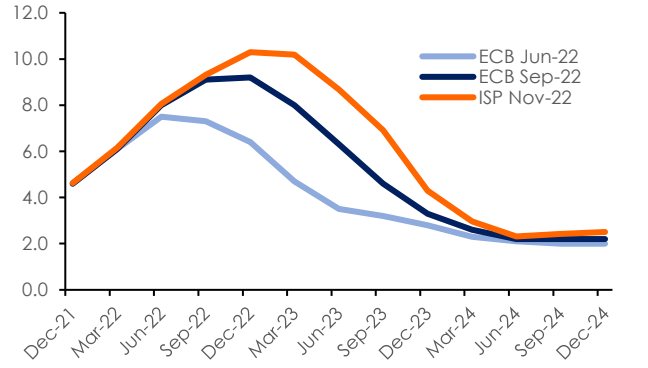
Lo scenario centrale della nostra proiezione include quindi altri 2 rialzi di 50pb a febbraio e marzo 2023, seguiti da un paio di ulteriori ritocchi nel corso dei mesi seguenti. Inutile dire che l'incertezza intorno a questi numeri resta altissima: se così non fosse, d'altronde, la stessa BCE non avrebbe adottato l'approccio delle decisioni *meeting by meeting*.

La previsione 2025 darà indicazioni su quanto distanti siamo dalla fine dei rialzi

Ricordo che la BCE pubblicherà le nuove proiezioni dello staff, prodotte nell'ambito dell'esercizio coordinato dell'Eurosistema. Le nuove stime incorporeranno un cambio EUR/USD più forte, prezzi del gas più bassi e tassi a termine più elevati rispetto a inizio settembre.

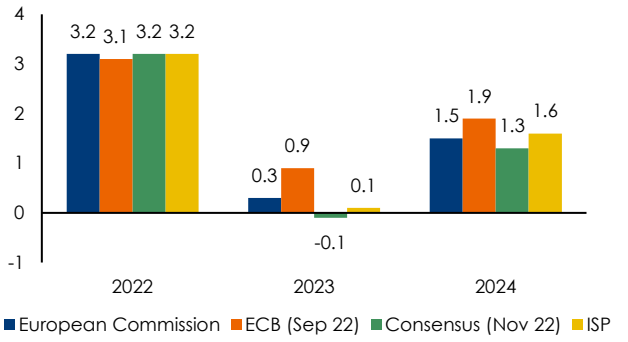
Per quanto concerne le **proiezioni di crescita**, bisogna attendersi una **revisione al ribasso del 2023** da 0,9 a 0,1-0,5%. Anche la stima 2024 potrebbe essere limata da 1,9% verso 1,5-1,7%. La BCE ritiene che la crisi energetica avrà effetti negativi sulla crescita potenziale, e tale valutazione potrebbe condizionare la previsione 2025.

L'inflazione è stata nuovamente più forte rispetto alle proiezioni BCE: in arrivo una nuova revisione al rialzo del profilo



Fonte: BCE, Intesa Sanpaolo

Le proiezioni di crescita 2023-24 saranno probabilmente ridotte rispetto a settembre



Fonte: BCE, Commissione Europea, Consensus Economics, Intesa Sanpaolo

Le **proiezioni di inflazione** potrebbero spostare al 2025 la convergenza al 2%, innalzando le previsioni per 2023 e 2024: malgrado il cambio e il prezzo del gas, la trasmissione dei rincari ai prezzi finali è molto più rapida delle attese. Ci aspettiamo anche che la previsione 2025 sia mantenuta sopra il 2% per evitare che ciò sia preso come un segnale che la fine dei rialzi dei tassi è prossima. Per lo stesso motivo, è presumibile che i rischi continueranno a essere descritti come sbilanciati verso l'alto, malgrado le revisioni delle stime di riferimento.

Un altro elemento importante della decisione di politica monetaria potrebbe proprio essere costituito da una **comunicazione** orientata a segnalare la totale focalizzazione sul controllo delle pressioni inflazionistiche, e **attenta a evitare il rischio di un intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie**.

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 15a-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.intesasanpaolo.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 separatezza 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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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

Macroeconomic Analysis	
Luca Mezzomo (Responsabile)	luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Macroeconomic Research	
Paolo Mameli (Responsabile)	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Lorenzo Biagioli	lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com
Aniello Dell'Anno	aniello.dellanno@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Andrea Volpi	andrea.volpi@intesasanpaolo.com
International Research Network	
Economista - Asia ex Giappone	
Silvia Guizzo	silvia.guizzo@intesasanpaolo.com