Macro Rapid Response

BCE: soltanto 50pb di rialzo, ma altri significativi aumenti sono in arrivo

15 dicembre 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

La BCE ha alzato i tassi soltanto di 50pb, come atteso, ma avvisa i mercati che i tassi dovranno aumentare ancora "in maniera significativa", perché altrimenti l'inflazione resterebbe troppo elevata anche nel 2025 (2,3%). Come previsto, dunque, la Banca centrale cerca di evitare un indesiderato e intempestivo allentamento delle condizioni finanziarie con una comunicazione molto aggressiva.

A rinforzo della manovra sui tassi, dall'inizio di marzo e fino a giugno i reinvestimenti delle scadenze APP saranno ridotti di 15 miliardi al mese in media.

Confermiamo la previsione che il picco del tasso sui depositi sarà al 3,5%, e ci attendiamo un rialzo di 50 pb alla riunione del 2 febbraio 2023.

Anche se il rialzo dei tassi ufficiali annunciato oggi è in linea con le aspettative, probabilmente la dichiarazione di politica monetaria della BCE porterà a un innalzamento delle aspettative sull'andamento futuro dei tassi ufficiali. Il suo contenuto, infatti, delinea un quadro incompatibile con l'idea che restino da realizzare soltanto aggiustamenti marginali ai tassi ufficiali. La BCE si prepara alla possibilità che l'inflazione sia alimentata nei prossimi anni dal recupero di potere d'acquisto dei salari, e intende frenare la domanda interna più di quanto stia già avvenendo.

Tassi ufficiali e orientamento futuro

Il rialzo dei tassi ufficiali è stato di 50pb: il tasso sui depositi sale al 2%, il tasso sulle MRO al 2,50% e il tasso sul rifinanziamento marginale al 2,75%. La presidente ha ammesso che non tutti i membri erano d'accordo con i dettagli della decisione, come era evidente dalle dichiarazioni pre-meeting.

Riguardo all'**orientamento futuro**, il comunicato avvisa di attendersi che il **rialzo dei tassi ufficiali** prosegua alle prossime riunioni di politica monetaria **"in maniera significativa" e a "ritmo sostenuto"** ('steady pace'), perché "perché l'inflazione continua a essere di gran lunga troppo elevata e, secondo le proiezioni, si manterrebbe su un livello superiore all'obiettivo per un periodo di tempo troppo prolungato". L'avviso che i tassi saranno alzati ancora in misura non marginale è stato ripetuto molte volte nel comunicato e nella conferenza stampa, in modo che non andasse perso, ed è rafforzato dalla revisione delle previsioni dello staff. Nella conferenza stampa, inoltre, Lagarde ha rimarcato che il consiglio ritiene che non basterà portare i tassi brevemente in territorio restrittivo, ma che dovranno restarci per un po' di tempo. **Il passo sostenuto dovrebbe essere coerente con mosse di 50pb a riunione**.

La BCE ha poi segnalato che, **entro la fine del 2023, riesaminerà il quadro operativo di gestione dei tassi di interesse a breve termine**, aggiungendo che ciò "fornirà indicazioni sulla fine del processo di normalizzazione del bilancio". La frase è stata sostanzialmente ignorata, ma potrebbe significare che la BCE riesaminerà le modalità di conduzione delle operazioni di rifinanziamento in modo che siano coerenti con una situazione in cui l'eccesso di liquidità potrebbe diventare marginale, come prima della crisi finanziaria del 2007-08. Sarà un tema da approfondire.

Riduzione del portafoglio APP da marzo, a 15 miliardi mensili in media

La riduzione del portafoglio APP viene anticipata rispetto alle nostre precedenti previsioni. Come avevamo prospettato nel commento pre-meeting, il consiglio direttivo ha compensato il rallentamento dei rialzi non soltanto con una retorica più aggressiva, ma anche con la **partenza già in marzo della riduzione dei reinvestimenti delle scadenze APP**. Fino a giugno, il portafoglio

sarà ridotto in media di **15 miliardi mensili**. Il ritmo della riduzione successiva sarà annunciato più avanti. Questo è indirettamente anche un avviso ai governi che stanno usando troppo attivamente e diffusamente la politica fiscale per contrastare gli effetti dello shock energetico.

Nessuna novità per il PEPP: il reinvestimento delle scadenze continuerà fino alla fine del 2024 e continua a essere prevista la possibilità di reinvestimenti flessibili.

Le proiezioni macroeconomiche segnalano che i tassi dovranno salire più di quanto scontato dai mercati

Le revisioni operate dallo staff della BCE alle previsioni macroeconomiche sono meno ampie rispetto alle precedenti occasioni, ma **sono significative**. Per quanto riguarda la **crescita**, la proiezione 2023 è stata rivista al ribasso a 0,5%, e include due trimestri di modesta contrazione del PIL. Nessuna variazione alla proiezione 2024 (1,9%), mentre il 2025 è previsto a 1,8%. La tenuta della crescita dipende anche da politiche fiscali più accomodanti rispetto a quelle ipotizzate in settembre: la misura della *stance* fiscale (variazione del saldo primario corretto per il ciclo, corretto per i sussidi NGEU) si colloca infatti a -0,3% del PIL, contro il +0,7% di settembre. Le proiezioni 2024-25 non sono compatibili con un aumento del tasso di disoccupazione, che effettivamente è previsto in calo al 6,6% alla fine del periodo e contribuisce a peggiorare le prospettive di inflazione.

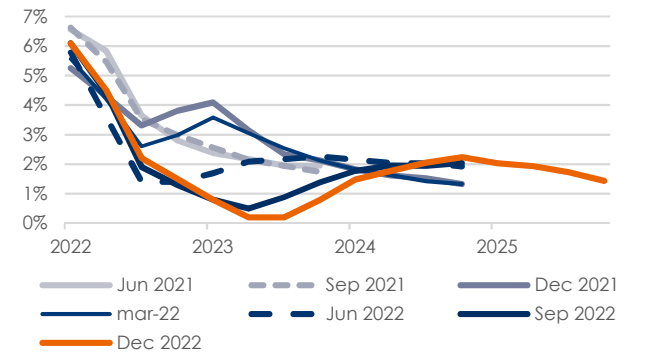
Lo staff ritiene che l'**inflazione** rallenterà nel 2023 al 6,3% (core: 4,2%) e nel 2024 al 3,4% (core: 2,8%): si tratta di livelli ampiamente superiori rispetto a quelli previsti in settembre, malgrado ipotesi molto meno aggressive sull'andamento del prezzo del gas naturale e un profilo del cambio più forte. **La convergenza al 2% non si realizzerebbe neppure nel 2025**, quando l'inflazione è prevista al 2,3% (core: 2,4%). Le stime risentono di una valutazione più pessimistica delle prospettive per la produttività del lavoro e di una revisione al rialzo delle proiezioni sui salari.

Implicazioni per la nostra previsione? Nessuna

Ci attendiamo un nuovo rialzo dei tassi di 50 punti base alla prossima riunione del 2 febbraio 2023, e quindi altri 50 o 25 pb il 16 marzo. Manteniamo una stima centrale di 3,5% per il livello di picco del tasso sui depositi, conseguito entro la fine terzo trimestre 2023.

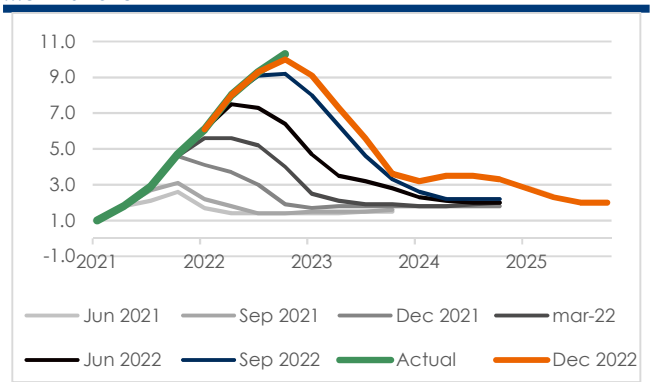
Per quanto riguarda la riduzione del portafoglio APP, svolgerà un ruolo meramente ancillare nella correzione di politica monetaria, che sarà guidata dai tassi. La riduzione dei reinvestimenti sarà graduale e cauta: il comunicato sottolinea che l'esecuzione sarà regolata in modo da mantenere un fermo controllo sul mercato monetario.

Evoluzione delle previsioni BCE di crescita del PIL…



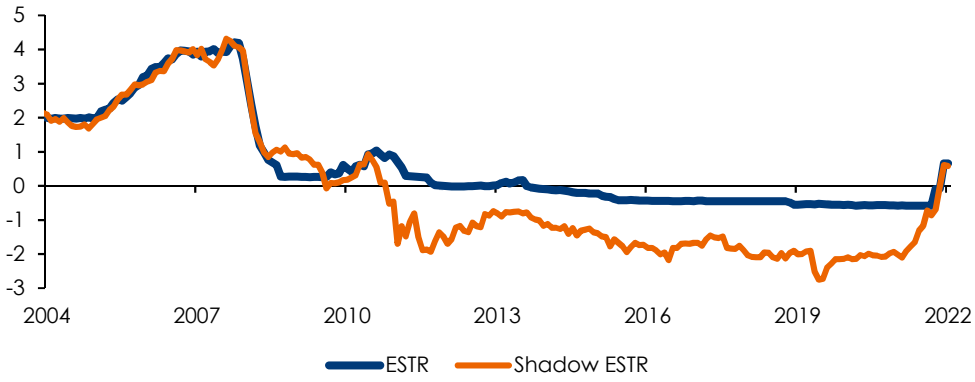
Fonte: BCE, Staff projections.

…e inflazione



Fonte: BCE, Staff projections, ed Eurostat.

I tassi ufficiali sono tornati a guidare le condizioni finanziarie, dopo oltre 10 anni



Fonte: elaborazioni 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 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