

Macro Rapid Response

BCE: tutto come atteso, e anche a marzo il rialzo dei tassi sarà di 50pb

2 febbraio 2023

La BCE ha alzato i tassi ufficiali di 50pb, come atteso. Il tasso sui depositi è salito a 2,50%.

L'indicazione sull'andamento futuro è confermata, ma precisando che la mossa del 16 marzo sarà probabilmente anch'essa di 50pb, e che il rialzo dei tassi continuerà anche nei mesi seguenti. La BCE sta cercando di contrastare le attese di taglio che il mercato coltiva già a fine 2023 - per ora senza successo. Confermiamo la nostra previsione di punto terminale a 3,50%.

Riguardo alla riduzione del portafoglio APP, i reinvestimenti saranno proporzionali.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Tassi ufficiali. La BCE ha alzato i tre tassi ufficiali di 50pb, portando tasso sui depositi (DFR), tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO rate) e tasso di rifinanziamento marginale (MLF rate) rispettivamente a 2,50%, 3,0% e 3,25%. La mossa è del tutto in linea con le attese.

Luca Mezzomo
Economista

Indirizzo sui tassi. In dicembre, la BCE aveva detto di attendersi che "i tassi dovranno salire ancora significativamente e a passo regolare" perché divengano sufficientemente restrittivi, prospettando altresì la necessità di mantenerli a livelli restrittivi per qualche tempo. La formulazione resta circa invariata: la BCE ora afferma che **i tassi saliranno "in misura significativa a un ritmo costante"** e che **saranno mantenuti "su livelli sufficientemente restrittivi"** da assicurare un ritorno tempestivo dell'inflazione al suo obiettivo del 2% nel medio termine", mediante l'effetto di freno alla domanda e di controllo delle aspettative.

Stavolta, però, già nel comunicato **la BCE precisa che "intende innalzare i tassi di interesse di altri 50 punti base nella prossima riunione di politica monetaria a marzo"**. L'indicazione è giustificata dall'andamento dell'inflazione di fondo, che è salita ancora dall'ultima riunione di politica monetaria. In seguito, il Consiglio valuterà la successiva evoluzione della politica monetaria guidato dai dati e sulla base di un **approccio riunione per riunione**. In sostanza, si conferma che da maggio la restrizione monetaria potrebbe di nuovo cambiare velocità. La presidente ha ammesso che **il consiglio non è unanime sull'opportunità di comunicare la probabile dimensione del prossimo rialzo**, ma che c'è consenso in merito alla necessità di continuare a restringere la politica monetaria.

Riduzione del portafoglio APP. In dicembre, era stato annunciato il ritmo medio di riduzione (€15 al mese) e la decorrenza (da marzo). Oggi, la BCE ha precisato che **i reinvestimenti rimanenti saranno "distribuiti in proporzione alla quota di rimborsi nelle singole componenti"** del APP e, nel quadro del *public sector purchase programme* (PSPP), in proporzione alla quota di rimborsi per ogni paese e per i vari emittenti nazionali e sovranazionali". Tuttavia, nell'ambito del CSPP, ci sarà una rotazione del portafoglio finalizzata a privilegiare emittenti con migliori risultati climatici.

Valutazione delle prospettive economiche. L'attività economica è prevista debole nel breve termine, anche per l'effetto della restrizione monetaria, ma l'economia è giudicata più resiliente del previsto e in probabile riaccelerazione nei prossimi trimestri. Quindi, la BCE ritiene che i governi dovrebbero iniziare a ritirare le misure di supporto per evitare di alimentare le pressioni inflazionistiche; in caso contrario, la politica monetaria dovrà diventare ancora più restrittiva. Le pressioni inflazionistiche di fondo sono ritenute ancora alte. La dinamica salariale è diventata più robusta, anche se in linea con le attese dello staff. I rischi della previsione di inflazione sono ora "più bilanciati", anche se non ancora del tutto equilibrati.

Prospettive della politica monetaria BCE: invariate. La decisione è in linea con le nostre aspettative. L'indirizzo sui tassi riduce l'incertezza sulla mossa del 16 marzo, che già prevedevamo nella misura di 50pb. Ci attendiamo poi una mossa di 25pb il 4 maggio e continuiamo a prevedere un punto di arrivo a 3,50% per il DFR, probabilmente conseguito già con la riunione

del 15 giugno. Il mercato monetario sconta altri 84pb di rialzo dei tassi entro fine luglio – circa in linea con la nostra valutazione. Tuttavia, non riteniamo probabile che la BCE possa poi ridurre i tassi ufficiali di mezzo punto entro il febbraio 2024, come invece scontato nei prezzi odierni: la BCE ha ribadito più volte, nel comunicato e nelle dichiarazioni della presidente, che i tassi resteranno su livelli restrittivi per un po' di tempo, cioè fino a quando la BCE non riterrà probabile il conseguimento dell'obiettivo di inflazione.

Fonti:

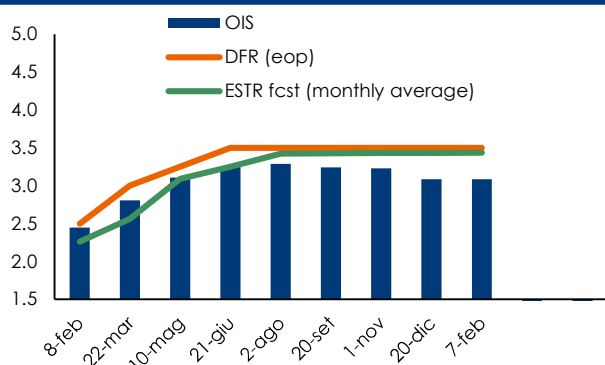
dichiarazione di politica monetaria:

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230202~08a972ac76.it.html>

conferenza stampa della presidente Lagarde:

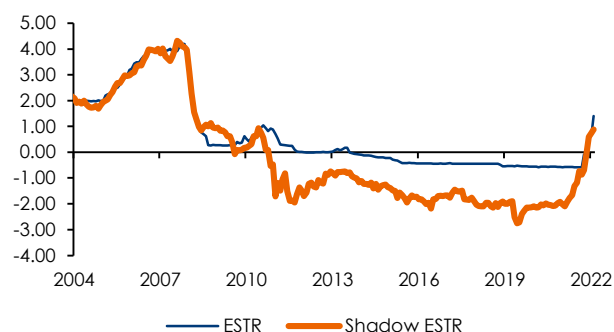
<https://www.ecb.europa.eu/press/pressconf/2023/html/ecb.is230202~4313651089.en.html>

Tassi impliciti di mercato circa in linea con le nostre proiezioni fino a luglio, ma poi iniziano a scontare una riduzione dei tassi ufficiali



Fonte: Refinitiv e nostre proiezioni su tassi ufficiali (fine mese) e ESTR (media del mese).

L'indice di condizioni monetarie fatica a tenere il passo dei rialzi BCE



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo. Il tasso ESTR ombra è stimato mediante un'analisi di componenti principali effettuata su un'ampia gamma di indicatori finanziari e creditizi a livello di eurozona.

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.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

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasnpaolo.com

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

Lorenzo Biagioli

Aniello Dell'Anno

Giovanna Mossetti

Andrea Volpi

paolo.mameli@intesasnpaolo.com

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

andrea.volpi@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com