

Focus Area euro

BCE: ora i mercati credono ai “falchi”

Il Consiglio direttivo BCE appare diviso sulla corretta velocità della restrizione monetaria dopo il 16 marzo, quando i tassi ufficiali saranno alzati ancora di 50pb. I mercati sono più inclini a credere ai “falchi”, che ormai puntano a tassi oltre il 4%. L’esito dipenderà dall’intensità della trasmissione all’economia, dalle politiche fiscali e dall’andamento dei salari.

- La riunione BCE di politica monetaria del 16 marzo si concluderà con un nuovo rialzo dei tassi ufficiali di 50 punti base, che porterà il tasso sui depositi al 3,00%.
- Il netto calo del prezzo del gas e l’andamento migliore delle attese dell’attività economica negli ultimi mesi dovrebbero indurre lo staff della BCE a rivedere al rialzo la crescita e al ribasso l’inflazione previste nel 2023. Prezzi a termine del gas inferiori e un maggior rialzo dei tassi implicito nelle curve dovrebbero abbassare le proiezioni di crescita e inflazione 2024-25. Tuttavia, la BCE continuerà a prevedere un’inflazione core superiore al 2% nel 2025.
- Mentre la decisione di marzo non è in discussione, il Consiglio direttivo pare diviso sull’entità e sulla velocità della restrizione monetaria necessaria nei prossimi mesi. La spaccatura riflette opinioni diverse sugli effetti del calo dei prezzi energetici sull’inflazione core e sulla natura occasionale o ricorrente degli aumenti osservati nel terziario. Diverse appaiono anche le valutazioni dei governatori sul livello di restrittività della politica monetaria.
- Se fino a un mese fa le nostre previsioni erano più aggressive rispetto a quanto la curva OIS scontava, ora non è più così: nei prezzi è entrata ormai l’opzione di un rialzo fino a 4,25%, ben 75pb sopra la nostra proiezione. Il punto effettivo di arrivo dipenderà dall’intensità della trasmissione della politica monetaria (che richiede tempo per svilupparsi integralmente), dai programmi fiscali annunciati dai governi in aprile e dagli sviluppi sul fronte delle negoziazioni salariali.

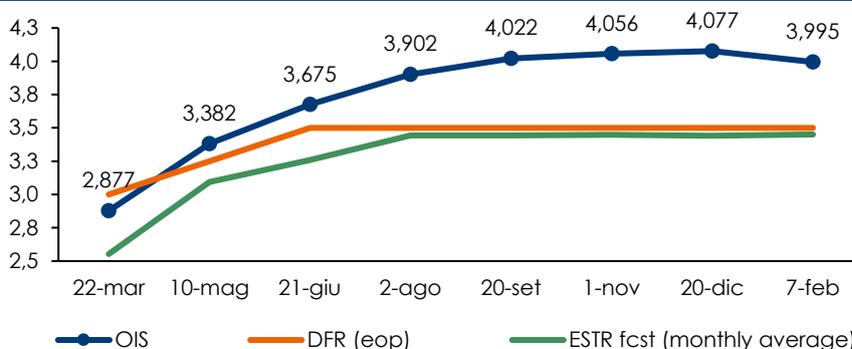
10 marzo 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Superati di slancio: le nostre proiezioni sui tassi BCE ora risultano largamente inferiori ai tassi impliciti di mercato



Nota: tassi impliciti negli OIS dell’8 marzo a confronto con le nostre proiezioni interne, per data di variazione effettiva.
Fonte: Refinitiv e proiezioni Intesa Sanpaolo

La riunione BCE del 15-16 marzo presenta diversi motivi di interesse: la revisione delle proiezioni dello staff, l'annuncio di un nuovo aumento dei tassi (quasi certamente di 50pb) e l'aggiornamento dell'indirizzo sull'andamento futuro della politica monetaria (che vede il consiglio ora molto diviso).

I dati delle ultime settimane miglioreranno il quadro previsionale BCE

Rispetto al 23 novembre, data di aggiornamento delle ultime previsioni dello staff BCE, si sono verificati sviluppi importanti su diversi fronti: mercato del gas naturale, tassi di interesse, attività economica reale e andamento dell'inflazione core.

La BCE aveva assunto come ipotesi di base un prezzo del gas naturale medio di 124 euro/MWh nel 2023 e di 98 euro/MWh nel 2024. Il nuovo scenario sconterà prezzi largamente inferiori, sotto i 60 euro nel 2023. Tale revisione si tradurrà in un **drastico taglio alle stime di inflazione 2023** dal 6,3% al 5,5-5,8%, con ricadute positive anche sulla crescita del PIL. Di contro, però, **l'andamento dell'inflazione core nel 2023 dovrebbe essere rivisto nettamente al rialzo**, alla luce di dati recenti: dal 4,2% previsto a dicembre, potrebbero salire addirittura al 5,5-6%.

L'andamento della crescita del PIL nel 2023 previsto dalla BCE potrebbe risentire positivamente anche dell'andamento di fine 2022: il PIL è rimasto invariato, invece di contrarsi di -0,2% come era previsto dallo staff BCE. La crescita media annua 2023 potrebbe essere rivista al rialzo di un paio di decimi.

Di contro, la crescita 2024-25 sarà frenata dal profilo di tassi decisamente più alto rispetto a fine novembre: i tassi impliciti nei future euribor 3 mesi sono saliti in media di 60pb sulle scadenze 2023, di 94pb su quelle del 2024 e di 64pb sul 2025. Questo potrebbe riflettersi anche in una **limatura delle previsioni sull'inflazione core nel 2025** dal 2,4% al 2,2-2,3%.

La mossa del 16 marzo appare scontata: 50pb di rialzo

A dicembre, il comunicato di politica monetaria aveva offerto un indirizzo netto sulla successiva variazione dei tassi ufficiali: "il Consiglio direttivo intende alzare i tassi di altri 50pb in marzo". L'andamento dei dati, in particolare il livello molto elevato dell'inflazione core e la migliore tenuta dell'attività economica reale rispetto alle attese, non giustificano una mossa inferiore a quella anticipata. Di contro, un aumento più ampio di 50pb è improbabile perché i tassi sono già saliti rapidamente e i loro effetti non si sono ancora dispiegati completamente. **Il mercato degli OIS sconta una mossa di 50pb, e anche il consenso degli analisti è unanime nell'attendere la conferma dell'indirizzo comunicato a dicembre.** D'altronde, anche le più recenti dichiarazioni della presidente Lagarde non hanno fatto che confermarne la validità.

Il rialzo dei tassi dovrebbe essere parallelo: il tasso sui depositi (DFR) sarà portato al 3,00%, il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (refi) al 3,50% e il tasso di rifinanziamento marginale al 3,75%.

Non ci attendiamo novità né sulle operazioni di rifinanziamento a lungo termine, né sui reinvestimenti APP/PEPP. Dovrebbero essere poi confermate le modalità dei reinvestimenti PEPP (previsti in toto fino al dicembre 2024, e con la possibilità che siano gestiti in modo flessibile). L'annuncio riguardo l'obiettivo di riduzione del portafoglio APP nel terzo trimestre dovrebbe avvenire a giugno, mentre quello per il trimestre corrente resterà a 15 miliardi mensili.

Il Consiglio è diviso su velocità ed estensione dei rialzi successivi

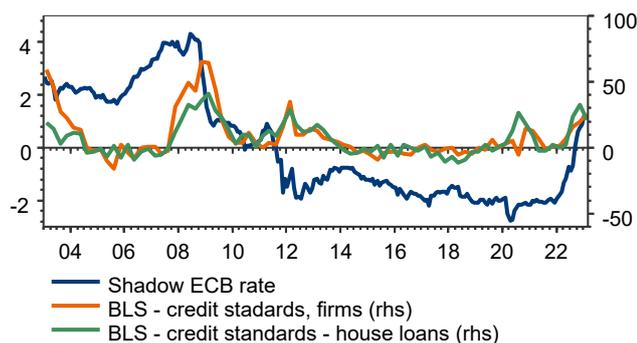
Un aspetto dell'annuncio di politica monetaria sul quale la BCE potrebbe non essere più in grado di fornire indicazioni precise è la successiva velocità del rialzo dei tassi. Finora, la BCE ha quasi sempre fornito un'indicazione sulla dimensione del successivo rialzo dei tassi, ma ora potrebbe non avere più sufficiente consenso interno per farlo.

Le dichiarazioni delle ultime settimane, infatti, mostrano **ampie divergenze di opinione**. Una parte del Consiglio direttivo si è già schierata a favore di ulteriori rialzi da 50pb, in un caso (quello dell'austriaco Holzmann) sbilanciandosi addirittura a prospettare un punto terminale a 4,50% o oltre. Altri (Visco, Centeno, Panetta ma anche il francese Villeroy de Galhau) hanno propugnato l'adozione, a questo punto, di un approccio più graduale (che i più interpretano come il passaggio a mosse di 25pb) e legato al flusso dei dati.

Tali differenze riflettono valutazioni divergenti su due punti fondamentali: l'intensità del freno operato dalla politica monetaria sull'economia e le prospettive dell'inflazione sottostante.

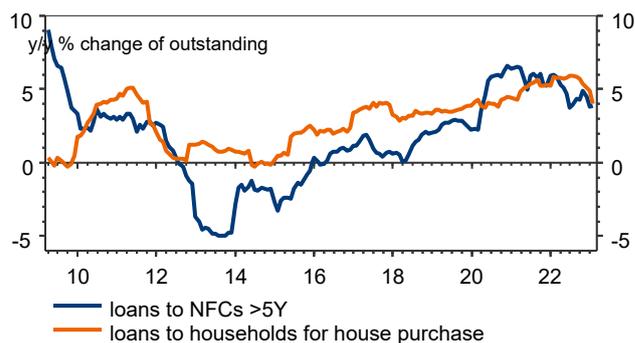
I fattori di una restrizione più lenta ritengono che i tassi siano già da considerarsi restrittivi, e possono portare a supporto della loro tesi la netta riduzione del flusso di nuovi mutui per l'acquisto della casa. Inoltre, sottolineano che la trasmissione della politica monetaria avviene gradualmente, e che una parte degli effetti degli ultimi rialzi dei tassi saranno visibili soltanto tra alcuni mesi. La **presenza di ritardi lunghi e variabili** suggerisce l'opportunità di rallentare il passo. Per quanto riguarda l'inflazione, **i "gradualisti" ritengono che il netto calo del prezzo del gas si trasferirà nei prossimi mesi anche all'inflazione core**, causandone una flessione più rapida di quanto prima atteso – specularmente a quanto avvenuto nel 2022. Per quanto concerne i prezzi dei servizi, l'interpretazione più ottimistica è che i forti aumenti del 2022 rappresentino una revisione *tantum* dei prezzi, che difficilmente si ripeterà nel 2023 e nel 2024. Il governatore di Banca d'Italia, Visco, aveva anche osservato un rallentamento della dinamica di breve periodo dell'inflazione nei servizi, ma il *momentum* della serie destagionalizzata resta molto forte (4,3% in febbraio).

La restrizione della politica monetaria si accompagna a condizioni del credito meno favorevoli...



Fonte: BCE (BLS) ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

...ma a valle gli effetti si vedono per ora soltanto sui mutui residenziali



Fonte: BCE

Un'altra parte del Consiglio è meno ottimista sulla possibilità che l'inflazione core cali da sola, e scettica riguardo all'efficacia del rialzo dei tassi nel frenare la domanda interna. Tale posizione è ben rappresentata nell'intervista rilasciata da Isabel Schnabel a Bloomberg il 15 febbraio e pubblicata due giorni dopo dalla BCE¹. Schnabel non discute che il calo dell'energia si trasferirà all'inflazione sottostante, ma ritiene che il processo sarà più lento rispetto alla fase di rialzo. Inoltre,

¹ V. [Isabel Schnabel: Interview with Bloomberg](#), by Jana Randow e Alexander Weber.

L'inflazione sottostante sarà più condizionata dall'andamento dei salari (che potrebbero riflettere le condizioni tese del mercato del lavoro) e dei margini di profitto (sostenuti dalla domanda robusta). Quindi, l'inflazione sottostante non scenderà abbastanza da sola: dovrà essere spinta dal rallentamento della domanda. E qui subentra la seconda divergenza di valutazioni: **Schnabel ritiene che non sia così facile valutare se la politica monetaria sia già restrittiva**: per ora, abbiamo prove che le condizioni di finanziamento siano divenute meno favorevoli, ma l'evidenza di un impatto sulla domanda aggregata è limitato al solo comparto dell'edilizia residenziale. Inoltre, per una serie di fattori (maggiore propensione a investire delle imprese, forza del mercato del lavoro, maggiore rilevanza dei tassi fissi a lungo termine) la sensibilità della domanda aggregata ai tassi potrebbe essere ridotta rispetto al passato. Un rallentamento del rialzo dei tassi a maggio, dunque, è possibile soltanto se i dati sul credito, sull'occupazione e sulla domanda aggregata forniranno prove che i rialzi dei tassi stanno iniziando ad avere effetto.

Ci sono pochi dubbi che i tassi debbano salire ancora. In una lezione tenuta il 6 marzo al Trinity College di Dublino², Philip Lane ha mostrato che, sui beni, l'inflazione da domanda potrebbe essere nell'ordine dei 2,5 punti percentuali, contro circa 3 punti derivante da fattori di offerta; nel caso dei servizi, l'inflazione da domanda è di circa 1,5 punti, mentre il resto o è ambiguo, o classificabile come derivante da fattori di offerta³. Inoltre, l'aumento dell'inflazione core è trainato da beni e servizi ad alta intensità di energia – fattore che dovrebbe favorire il calo nel 2023. Tuttavia, l'inflazione risulta ben sopra il 2% anche per gli altri beni e i servizi, e sta accelerando per le voci sensibili ai salari – che potrebbero diventare dominanti dal 2024. Infatti, sostiene Lane, "il processo di aggiustamento dei salari potrebbe esercitare pressioni al rialzo sull'inflazione nei prossimi due o tre anni". La crescita dei salari contrattuali sarebbe già avviata verso livelli non compatibili nel medio termine con l'obiettivo di inflazione del 2%. Quindi, conclude Lane, "sarà appropriato alzare ulteriormente i tassi dopo la nostra riunione di marzo", fino a "produrre un periodo di crescita inferiore al trend attraverso la compressione della domanda". Tuttavia, la dimensione del rialzo dipenderà dal flusso di dati.

In conclusione, riteniamo **plausibile che la BCE si limiti a indicare che sono probabili nuovi rialzi dei tassi ufficiali, senza sbilanciarsi a prevederne la dimensione**. Il comunicato sottolineerà che le decisioni dipenderanno dal flusso dei dati e saranno prese riunione per riunione. A determinare la velocità dei passi seguenti saranno le indicazioni sulla trasmissione dell'impulso di politica monetaria all'economia reale, i dati di inflazione, le informazioni sulla dinamica salariale e il mercato del lavoro, ma anche l'aggiornamento dei programmi di stabilità che gli stati membri pubblicheranno in aprile.

Per ora lasciamo immutata la nostra previsione di 3,50% per il punto di arrivo del DFR, collocato a giugno. Tuttavia, non escludiamo di rivedere al rialzo tale stima dopo la riunione di marzo. Fino a un mese fa le nostre previsioni erano più aggressive rispetto a quanto la curva OIS scontava. Ora non è più così: nei prezzi è entrata ormai l'opzione di un rialzo fino a 4,25%, ben 75pb sopra la nostra proiezione. Il punto effettivo di arrivo dipenderà dall'intensità della trasmissione della politica monetaria (che richiede tempo per svilupparsi integralmente), dai programmi fiscali annunciati dai governi in aprile e dagli sviluppi sul fronte delle negoziazioni salariali.

² V. [Lecture by Philip R. Lane, Member of the Executive Board of the ECB, Trinity College Dublin](#)

³ Si vedano i grafici 7 e 8 nel documento di cui alla precedente nota.

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

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
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com