

Macro Rapid Response

BCE: rialzo di 50pb, ma sparisce ogni indirizzo sull'andamento futuro dei tassi

16 marzo 2023

Come ci aspettavamo, la Banca Centrale Europea ha alzato i tassi di 50pb, malgrado le tensioni finanziarie di questi giorni. Tuttavia, l'aumento dell'incertezza ha eliminato qualsiasi indicazione sull'evoluzione futura dei tassi, anche in termini direzionali. La BCE ha rimarcato che il sistema bancario europeo è solido sia sul fronte patrimoniale, sia su quello della liquidità, e che comunque dispone di strumenti per sostenere la liquidità e garantire un'ordinata trasmissione della politica monetaria. I mercati danno per scontato che i tassi siano più o meno arrivati, ma non sarà affatto così, se le tensioni finanziarie rientreranno.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Malgrado le turbolenze finanziarie di questi giorni e il repentino mutamento delle aspettative di mercato, la BCE ha deciso di proseguire con il rialzo dei tassi di 50pb: tasso sui depositi, tasso sulle OPR (operazioni principali di rifinanziamento) e tasso di rifinanziamento marginale salgono rispettivamente a 3,0%, 3,5% e 3,75%. La decisione è in linea con le nostre attese. Ugualmente in linea con le nostre attese, la conferma della riduzione del portafoglio APP al ritmo di 15mld al mese e del reinvestimento totale delle scadenze PEPP fino a tutto il 2024. La decisione non è stata unanime: la presidente ha parlato di 3-4 consiglieri contrari, perché favorevoli ad attendere maggiori informazioni sugli sviluppi della crisi.

Luca Mezzomo
Economista

Le implicazioni della turbolenza finanziaria: interpretazione e misure di contrasto

Il comunicato riconosce che "queste tensioni aggiungono incertezza alle valutazioni di base di inflazione e crescita" prodotte dallo staff BCE prima degli eventi, e impedisce di fornire qualsiasi indicazione sull'andamento futuro dei tassi (v. sotto). Tuttavia, implicitamente il consiglio non ha ritenuto che l'impatto sulle condizioni finanziarie sia oggi tale da rendere meno necessario un aumento dei tassi. Tuttavia, nel suo discorso, la presidente Lagarde ha ammesso che in futuro le tensioni potrebbero restringere le condizioni finanziarie più della norma, rendendo inutili (o controproducenti) ulteriori rialzi dei tassi.

Come avevamo prospettato stamane nella nostra nota quotidiana, **la reazione della banca centrale è stata quella di sottolineare la maggiore solidità del sistema finanziario dell'eurozona e di rinforzare gli argini sul fronte della liquidità:**

1. "Il settore bancario dell'area dell'euro è dotato di buona capacità di tenuta, con solide posizioni di capitale e liquidità". De Guindos ha sottolineato che il rialzo dei tassi ha effetti netti positivi sul conto economico delle banche europee, e che l'esposizione verso Credit Suisse è molto limitata.
2. "In ogni caso, la BCE dispone di tutti gli strumenti necessari per fornire liquidità a sostegno del sistema finanziario dell'area dell'euro, qualora ve ne sia l'esigenza, e per preservare l'ordinata trasmissione della politica monetaria."
3. "Inoltre, lo strumento di protezione del meccanismo di trasmissione della politica monetaria può essere utilizzato per contrastare ingiustificate, disordinate dinamiche di mercato che mettano seriamente a repentaglio la trasmissione della politica monetaria in tutti i paesi dell'area dell'euro".

Le previsioni dello staff: calano le proiezioni di inflazione, anche nel medio termine

La revisione delle proiezioni di riferimento è in linea con le nostre attese. Nel 2023, la BCE prevede un'inflazione molto più bassa rispetto a tre mesi fa (5,3%), e anche le proiezioni 2024-25 sono calate. Di contro, la previsione di crescita reale sale molto nel 2023 (1,0%) e viene rivista al ribasso nel 2024 e nel 2025, pur confermando la prospettiva di riaccelerazione.

Si badi che il calo dell'inflazione riflette anche tassi a termine più alti di quelli oggi presenti nelle curve dei tassi (3,3% medio nel 2023 e nel 2024), oltre a non includere le tensioni finanziarie.

Le prospettive della politica monetaria

L'indirizzo ("guidance") sui tassi è la principale vittima dell'incertezza dovuta alle turbolenze finanziarie. Il comunicato è privo di qualsiasi indicazione sulla direzione futura dei tassi, sottolineando che "l'elevato livello di incertezza accresce l'importanza di un **approccio fondato sui dati** per le decisioni del Consiglio direttivo sui tassi di riferimento, che saranno determinate dalle sue valutazioni sulle prospettive di inflazione alla luce dei nuovi dati economici e finanziari, dalla dinamica dell'inflazione di fondo e dall'intensità di trasmissione della politica monetaria". Questa frase fornisce una chiave interpretativa importante: **se le tensioni rientreranno, l'intensità di trasmissione della politica monetaria tornerà nella norma, e allora tassi come quelli oggi scontati dai mercati non saranno sufficienti**. Un tasso terminale di 3,0-3,25%, con riduzioni già nei mesi finali del 2023, infatti, implicitamente assume che le tensioni finanziarie non siano transitorie e pone il mercato sull'estremo inferiore della gamma dei possibili sviluppi di politica monetaria. I tassi potrebbero ancora salire di un punto percentuale, se la tempesta di questi giorni rientrerà.

Le previsioni dello staff BCE: confronto con dicembre e con le nostre stime

	2023			2024			2025		
	ECB (Dec 2022)	ECB (Mar 2023)	ISP (current)	ECB (Dec 2022)	ECB (Mar 2023)	ISP (current)	ECB (Dec 2022)	ECB (Mar 2023)	ISP (current)
PIL	0.5	1.0	0.7	1.9	1.6	1.4	1.8	1.6	1.7
IPCA	6.3	5.3	5.5	3.4	2.9	1.8	2.3	2.1	2.1
IPCA ex food and energy	4.2	4.6	5.2	2.8	2.5	2.7	2.4	2.2	2.0

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitive-Datastream

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.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 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.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)
Alessio Tiberi

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com
alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)
Lorenzo Biagioli
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi
Simone Zava

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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasanpaolo.com