

Macro Rapid Response

BCE: la fase di rialzo dei tassi non è conclusa

Come previsto, la BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25pb. Il comunicato segnala che la fase di rialzo non è ancora conclusa: salvo sorprese clamorose dai dati, è molto probabile che i tassi siano alzati di nuovo anche a giugno. Il consiglio cerca anche di contrastare le aspettative di taglio incorporate nella curva, ma tale operazione si presenta più complicata. Sul fronte del QT, i reinvestimenti APP vengono del tutto sospesi da luglio, mentre resta invariata la gestione del PEPP. Nessuna apertura su eventuali misure per mitigare l'uscita dalle TLTRO.

L'annuncio odierno di politica monetaria era stato preparato con cura dalla Banca Centrale Europea nelle scorse settimane e non ha riservato alcuna sorpresa:

1. **La terna di tassi ufficiali è stata alzata di 25pb**, portando il DFR a 3,25%, il tasso MRO a 3,75% e il tasso MLF a 4,0%. I mercati scontavano questo esito all'80% circa, attribuendo il restante 20% all'ipotesi di una mossa di 50pb.
2. L'**indirizzo sull'andamento dei tassi ufficiali** resta molto **vago**, ma non agnostico riguardo alla direzione dei tassi. Sebbene la gestione della politica monetaria resti dipendente dai dati, infatti, il consiglio direttivo si assicurerà "che i tassi ufficiali siano portati a livelli sufficientemente restrittivi per ottenere un tempestivo ritorno dell'inflazione all'obiettivo di medio termine del 2%" e poi che "saranno mantenuti a tali livelli per tutto il tempo necessario". Quindi, **(a) è probabile che i tassi salgano ancora**, come atteso dai mercati e **(b) non bisogna attendersi che siano abbassati tanto presto**, una volta raggiunto il livello opportuno. Questo ultimo punto pare in contrasto con le attese di mercato, che però difficilmente saranno modificate finché la curva dei tassi in dollari include così tanti tagli dei tassi nel primo semestre 2024. Riguardo al primo, in conferenza stampa, la presidente **Lagarde più volte ha detto che non è alle viste una pausa**. Riguardo al livello "terminale", la presidente Lagarde ha evitato di fornire valori, affermando che dipenderà dall'intensità della trasmissione dei rialzi all'economia reale.
3. Il ritmo del QT viene accelerato di circa 10mld al mese nel secondo semestre: infatti, i **reinvestimenti del portafoglio APP**, finora ridotti di 15mld mensili, **saranno del tutto interrotti a partire da luglio**, salvo sviluppi negativi inattesi, e le scadenze medie mensili di portafoglio sono stimate in circa 25 miliardi. Questa parte della decisione è un po' più aggressiva delle nostre attese (avevamo ipotizzato una riduzione di 20 o 25mld nel Q3 e poi di 25mld nel Q4), ma non dovrebbe risultare del tutto inattesa ai mercati dopo le indiscrezioni uscite dal consiglio direttivo a fine aprile. La presidente Lagarde ha detto che l'accelerazione dipende dall'ottima risposta dei mercati alla prima riduzione del portafoglio APP, e ha ammesso che la decisione adottata rende impossibile al momento attuare una ricomposizione del portafoglio CSPP per ridurre l'impatto climatico.

La **motivazione** del rialzo è la medesima utilizzata in marzo: "le prospettive di inflazione restano troppo alte troppo a lungo", in particolare a causa della vischiosità dell'inflazione sottostante, e ci sono ancora forti rischi al rialzo rispetto allo scenario dei prezzi. Tuttavia, il ritmo dei rialzi può essere ridotto perché ora "i passati aumenti dei tassi si stanno trasmettendo con forza alle condizioni finanziarie e monetarie dell'area dell'euro", anche se la BCE non è ancora sicura dell'intensità e dei tempi della trasmissione all'economia reale (dove l'indebolimento per ora è atteso soltanto nel settore manifatturiero).

La BCE si è astenuta dall'intervenire sul sistema delle operazioni di rifinanziamento, limitandosi a ripetere che continuerà a monitorare come contribuiscono alla condotta della politica

4 maggio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

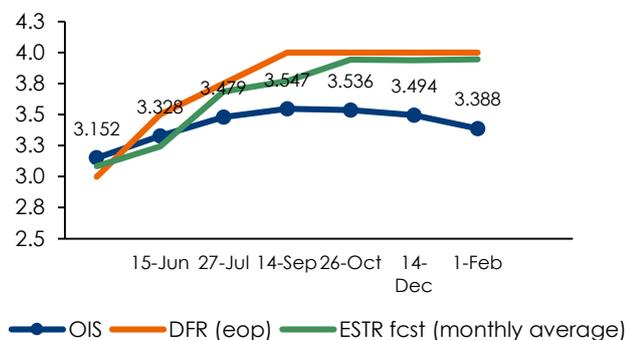
Luca Mezzomo
Economista

monetaria. È noto che il rimborso di giugno dei fondi TLTRO III, che coincide con una fase di drenaggio della raccolta a vista, obbligherà una parte del sistema bancario europeo (quello senza eccesso di riserve) a ridurre gli attivi oppure a aumentare il ricorso alle MRO e alle LTRO ordinarie, con impatti negativi sulla redditività e sulle condizioni creditizie. Il problema è particolarmente sentito in Italia, ove poco meno della metà degli intermediari non hanno riserve sufficienti a coprire il rimborso delle TLTRO, secondo quanto riportato da Banca d'Italia nel *Rapporto sulla Stabilità Finanziaria 1/2023*. Una parte del mercato si aspetta che la BCE possa offrire delle LTRO di durata superiore ai tre mesi per agevolare la transizione. Lagarde ha ripetuto che la scadenza di giugno non può essere una sorpresa per nessuno e che le banche si devono essere preparate all'evento; inoltre, ha ribadito che esistono già operazioni di rifinanziamento utilizzabili dalle banche senza limiti di ammontare (cioè MRO e LTRO). In pratica, la BCE sta attivando tutte le leve possibili (tassi, riduzione dell'eccesso di riserve, interventi di supervisione, regime delle garanzie) per frenare la domanda interna, pur con le cautele suggerite dalla volontà di non creare instabilità finanziaria.

Riguardo alla crisi bancaria americana, De Guindos ha detto che le banche in difficoltà condividono una serie particolari di fragilità (dimensione, concentrazione geografica dei rischi dal lato degli attivi e del passivo, vulnerabilità al rischio di tasso) che non si ritrovano nel sistema bancario europeo.

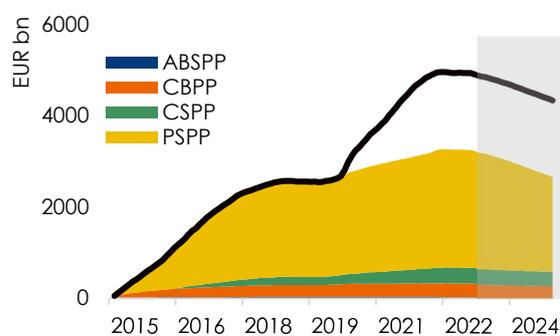
In conclusione, **confermiamo le previsioni sull'andamento futuro dei tassi ufficiali**. Riteniamo che la BCE alzerà ancora i tassi di 25pb il 15 giugno (evento che riteniamo quasi certo), e che ulteriori 50pb di rialzo tra il 27 luglio e il 14 settembre restino probabili. Non riteniamo plausibile che la BCE tagli i tassi prima di fine 2023.

I mercati scontano un nuovo rialzo dei tassi il 15 giugno, ma non al 100%, vedono il picco a 3,50-3,75% e poi tagli dei tassi da fine 2023



Fonte: Refinitiv, proiezioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo.

La riduzione del portafoglio di titoli sarà accelerata da luglio



Fonte: ECB e proiezioni Direzione Studi e Ricerche 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 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)
Aniello Dell'Anno
Giovanna Mossetti
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@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