

Focus Area Euro

BCE più vicina alla fine della fase di aumento dei tassi

13 giugno 2023

Con il rialzo (scontato) di 25pb che sarà attuato il 15 giugno, la BCE si avvicinerà di un altro passo alla conclusione di questa rapida fase di restrizione monetaria. Ci aspettiamo che le proiezioni dello staff mostrino marginali progressi verso la riconquista della stabilità dei prezzi. Allo stesso tempo la BCE sottolineerà la necessità sia di un posizionamento restrittivo della politica monetaria ancora per molto tempo, sia di almeno un altro rialzo dei tassi ufficiali.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

- Il **15 giugno**, la BCE annuncerà un **nuovo rialzo dei tassi di 25pb**, largamente scontato da mercati e analisti. Non ci sono motivi validi per pensare che il consiglio direttivo rinneghi l'indirizzo molto chiaro fornito a inizio maggio e ribadito nelle scorse settimane. Il calo dell'inflazione è stato un po' più rapido delle attese del consenso, ma non incoerente con le previsioni dello staff BCE; né l'andamento dei dati macroeconomici, né quello del credito mostrano un rallentamento eccessivo dell'attività economica.
- Per quanto riguarda l'**indirizzo sui tassi**, ci attendiamo che la dichiarazione di politica monetaria indichi come probabile un ulteriore rialzo alla riunione di luglio, opzione che diversi membri del consiglio hanno sostenuto nelle dichiarazioni più recenti. Ci sembra improbabile, invece, che l'indirizzo si spinga oltre, fino a settembre: pochissimi governatori sono apparsi sicuri che saranno necessari ulteriori rialzi, mentre diversi si sono limitati a non escludere la possibilità. A nostro parere, la comunicazione rimarcherà che i tassi resteranno restrittivi per un po' di tempo, ma legando l'intervallo temporale al conseguimento di condizioni, senza quantificarlo. Ciò consentirà ai mercati di continuare ad attendersi tagli dei tassi in tempi (troppo) ravvicinati.
- Le **previsioni dello staff** potrebbero vedere una limatura della crescita prevista nel 2023 e nel 2024, nel primo caso per le revisioni dei dati di inizio anno, nel secondo per l'effetto di tassi di interesse più alti rispetto alle ipotesi tecniche di marzo (circa 40pb in media nel 2023, che scendono a 10pb nel biennio 2024-25). Le proiezioni di inflazione dovrebbero risentire del nuovo calo dei prezzi a termine delle materie prime energetiche, in particolare per il gas naturale; meno certo è che la BCE possa rivedere significativamente al ribasso le proiezioni di inflazione core: riteniamo possibile una limatura di un decimo dei numeri per il 2025 e, forse, per il 2024, a causa degli effetti di medio termine delle condizioni finanziarie più restrittive rispetto allo scenario di marzo.
- Per quanto concerne le misure non convenzionali, la BCE ha già smarcato il problema dei reinvestimenti APP, che saranno del tutto interrotti da luglio. Per quanto riguarda i reinvestimenti PEPP, diventa più probabile che la riduzione sia anticipata di almeno sei mesi; tuttavia, la BCE attenderà forse le riunioni di fine anno per dare l'annuncio. Inoltre, la BCE ha già preparato le banche al rimborso della tranche di giugno del programma TLTRO III segnalando che si attende una parziale rotazione sui programmi ordinari, MRO e LTRO, oltre a una riduzione dell'eccesso di riserve. Non riteniamo che vi saranno annunci di operazioni straordinarie a più lungo termine.
- Manteniamo la previsione di un picco al 4% per il tasso sui depositi, che potremmo abbandonare soltanto di fronte a un andamento dell'economia nei mesi estivi molto più debole di quanto oggi previsto.

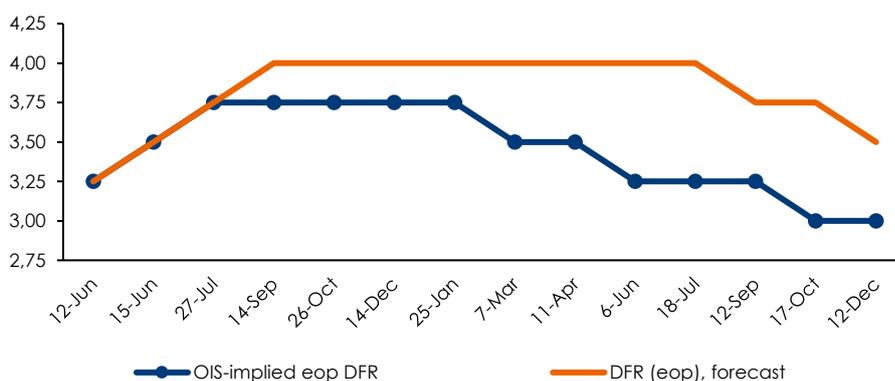
Verso un rialzo dei tassi BCE del tutto scontato

Mercati e analisti si attendono pressoché unanimemente che questa settimana la BCE annunci un nuovo rialzo dei tassi di 25pb, che porterà il tasso sui depositi al 3,50% e il tasso refi al 4,0%. Condividiamo tale aspettativa, che è da tempo nel nostro scenario previsionale. A maggio, il comunicato di politica monetaria aveva segnalato che i tassi dovevano ancora essere portati a livelli sufficientemente restrittivi. In seguito, tutte le dichiarazioni di governatori e consiglieri esecutivi hanno evidenziato un netto orientamento ad alzare ancora i tassi ufficiali a questa riunione. Né i dati e gli eventi recenti possono far immaginare un repentino cambiamento di opinione. In effetti, nell'ultimo mese sono nettamente prevalse le sorprese negative e l'inflazione ha iniziato a calare anche nelle misure sottostanti; tuttavia, malgrado i segnali di debolezza del commercio mondiale e dell'attività manifatturiera, le previsioni di consenso sulla crescita reale nel 2024 (0,9%), anche se molto più basse rispetto a quelle dello staff BCE, restano in lieve accelerazione rispetto al 2023 (0,7%); le previsioni di inflazione sottostante per il 2024 sono addirittura salite da 2,4 a 2,7% negli ultimi tre mesi. Dal fronte del credito, non sono emerse indicazioni di restrizione eccessiva o disordinata. L'andamento dei mercati finanziari europei è rimasto piuttosto tranquillo.

Forward guidance: orientamento condizionato a un nuovo rialzo a luglio

L'aspetto più interessante della dichiarazione di politica monetaria e della conferenza stampa sarà quello relativo alle indicazioni che la BCE fornirà sull'andamento futuro dei tassi. Le dichiarazioni dei governatori hanno mostrato un consenso abbastanza ampio concentrato su un punto di arrivo di 3,75% per il tasso sui depositi, da conseguire con un nuovo (ultimo?) rialzo a luglio, mentre pochi si sono sbilanciati su quello che potrà accadere dopo. Tale indicazione potrebbe essere veicolata ribadendo ancora la formulazione di maggio: il Consiglio si assicurerà che "i tassi di riferimento siano fissati a livelli sufficientemente restrittivi da conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2% nel medio termine e siano mantenuti su tali livelli finché necessario", con "un approccio guidato dai dati per determinare livello e durata adeguati della restrizione".

I mercati scontano ancora due rialzi da 25pb, poi 6 mesi di tassi fermi e quindi tagli dei tassi da marzo 2024



Nota: il tasso DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato fra ESTR e DFR, arrotondando ai 25pb più vicini.
Fonte: Refinitiv e proiezioni Intesa Sanpaolo

I mercati appaiono in sintonia con l'indirizzo della BCE sul breve termine, mentre divergono molto in merito alle prospettive di medio termine dei tassi ufficiali: nella curva OIS ci sono 75 punti base di taglio tra dicembre 2023 e dicembre 2024, di cui 50pb già nel primo semestre, che non sembrano coerenti con l'indicazione che i tassi saranno mantenuti su livelli restrittivi "finché necessario". Tuttavia, è improbabile che la BCE si senta così sicura delle previsioni da combattere fin da ora contro tali attese di taglio dei tassi. La nostra previsione resta più aggressiva del consenso: riteniamo probabile un rialzo dei tassi anche a settembre in connessione a un

insufficiente rallentamento della crescita e a timori di eccessiva persistenza dell'inflazione sopra il 2%: a nostro giudizio, senza un marcato raffreddamento della crescita, la BCE correrebbe un rischio troppo grosso di trovarsi anche nel 2025 con un'inflazione significativamente sopra il 2%.

Le previsioni di crescita e inflazione 2024 dovrebbero essere limate

Revisioni dei dati Eurostat e variazioni delle ipotesi tecniche dovrebbero condurre a modeste modifiche dello scenario previsionale, la cui pubblicazione è prevista subito dopo la conclusione della conferenza stampa della presidente Lagarde. Tra le ipotesi tecniche, la BCE deve includere una revisione al rialzo dei tassi di interesse futuri a breve termine su tutto l'orizzonte 2023-25 (+45pb sul 2023, +10pb sul 2024-25), ma anche prezzi del gas naturale molto più bassi e politiche fiscali un po' meno restrittive di quanto ipotizzato in marzo.

La stima della crescita reale 2023 dovrebbe calare di almeno due decimi, a 0,6-0,7%, dopo che i nuovi dati hanno evidenziato una contrazione del PIL Eurozona sia nel quarto trimestre 2022, sia nel primo trimestre 2023. Più difficile dire che cosa accadrà alla previsione 2024: riteniamo che alla fine prevarranno i fattori negativi (maggiore rialzo dei tassi, maggiore restrizione delle condizioni finanziarie, peggioramento dello scenario esterno) su quelli positivi (revisione al ribasso del profilo per i prezzi energetici, minore restrizione della politica fiscale rispetto alle stime di marzo), inducendo la BCE a tagliare la stima da 1,6% a 1,2-1,3%, livello ove si colloca la nostra stima attuale. Per quanto riguarda l'**inflazione**, ci attendiamo una **revisione al ribasso della proiezione 2024 e forse 2025**, che potrebbe scendere al 2,0%. Possibile anche una limatura delle proiezioni di inflazione core 2025 da 2,2 a 2,1%.

L'esito è un po' più incerto a causa del fatto che a giugno e dicembre le proiezioni risultano dall'aggregazione di quelle prodotte dalle banche centrali nazionali, e non da un lavoro autonomo dello staff.

Improbabili annunci sul sistema delle misure non convenzionali

Per quanto concerne le misure non convenzionali, la BCE ha già smarcato il problema dei **reinvestimenti APP**, che saranno del tutto interrotti a partire da luglio. Non sono da attendersi altri annunci, su questo fronte.

Per quanto riguarda i **reinvestimenti PEPP**, al momento l'indicazione ufficiale è che continueranno a essere integrali fino al dicembre 2024. Tuttavia, diventa più probabile che la riduzione sia anticipata almeno di sei mesi, in modo da accelerare il disimpegno della BCE dal mercato dei titoli di Stato. A quel punto, il TPI assumerà in pieno la funzione di contrastare eventuali tensioni sulle condizioni finanziarie locali non motivate dai fondamentali. Pensiamo che la BCE attenderà le riunioni di fine anno per dare l'annuncio, in modo da osservare la reazione dei mercati all'azzeramento dei reinvestimenti APP.

La BCE ha già preparato le banche anche al rimborso della tranche di giugno del programma **TLTRO III**, segnalando che si attende una parziale rotazione sui programmi ordinari, MRO e LTRO, oltre a una riduzione dell'eccesso di riserve. Fino ad oggi non sono emerse tensioni in connessione alla preparazione del sistema bancario (in Italia, i saldi dei conti delle MFI presso Banca d'Italia sono passati da 229,8 miliardi di marzo a 300 mld in maggio, il livello più alto da novembre). Essendo la restrizione delle condizioni di liquidità nel complesso coerente con l'orientamento della politica monetaria, non riteniamo che vi saranno annunci di operazioni LTRO straordinarie a più lungo termine.

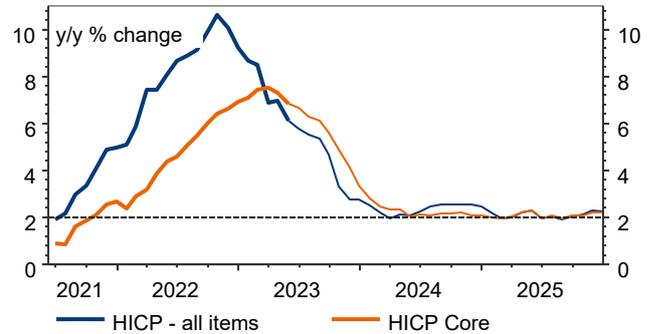
Su un altro fronte, la BCE continuerà a sollecitare una restrizione delle politiche fiscali da parte dei governi, per accelerare quel raffreddamento della domanda che ritiene necessario per garantire il ritorno dell'inflazione entro l'obiettivo.

Sul fronte dei dati economici, iniziano a prevalere le sorprese negative



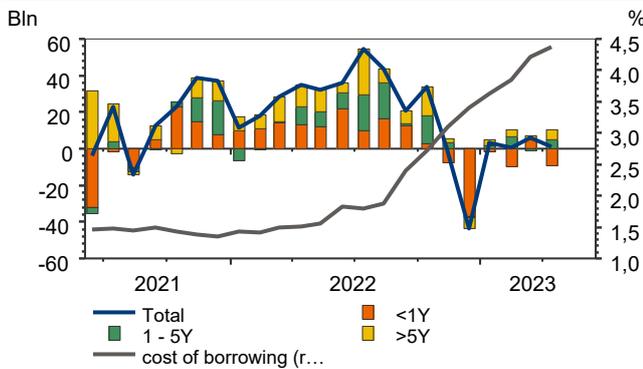
Fonte: Refinitiv Datastream

L'inflazione ora è in calo su tutte le misure e la tendenza continuerà nei prossimi mesi



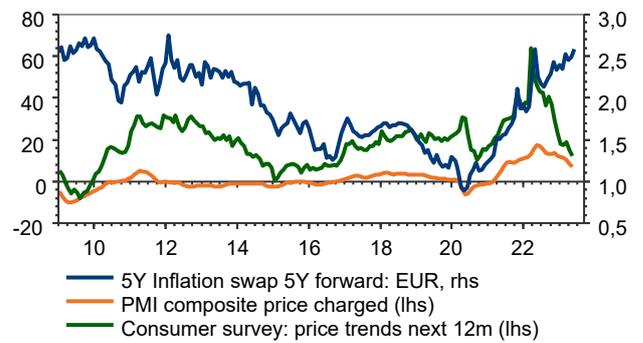
Fonte: Eurostat e proiezioni Intesa Sanpaolo

Le erogazioni nette di credito sono in frenata



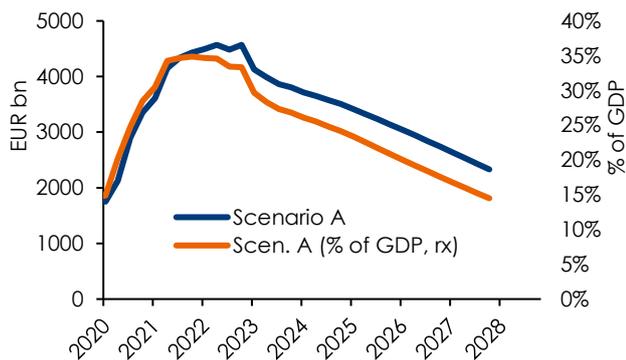
Fonte: elaborazioni ricercar Intesa Sanpaolo su dati BCE

Inflazione futura: tassi di mercato ancora lontani dal 2%



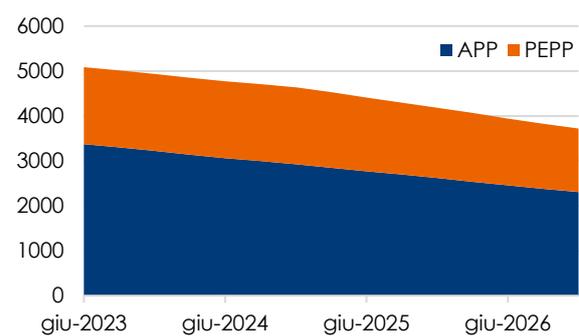
Fonte: Refinitiv, Commissione Europea, S&P Global

L'eccesso di riserve dovrebbe restare sopra i livelli pre-pandemici ancora per diversi anni



Fonti: dati BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La riduzione dei portafogli APP e PEPP continuerà anche dopo la fine dei rialzi dei tassi



Fonte: ECB Survey of Monetary Analysts

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