

Macro Rapid Response

La BCE alza i tassi ufficiali, e anche le proiezioni di inflazione

15 giugno 2023

La Banca Centrale Europea ha alzato i tassi ufficiali di 25pb come atteso. Ugualmente attesa era l'indicazione che i rialzi dei tassi non sono conclusi, anche se l'atteggiamento resta dipendente dai dati. La novità è che la revisione delle previsioni è coerente con un profilo temporale dei tassi significativamente più alto rispetto a quello che i mercati scontavano prima della riunione.

Direzione Studi e Ricerche

Come largamente scontato da mercati e analisti, **il consiglio direttivo della BCE ha alzato i tassi ufficiali di 25pb**: il tasso sui depositi presso BCE (DFR), il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) e il tasso di rifinanziamento marginale salgono rispettivamente a 3,50%, 4,0% e 4,25%. La decisione era stata preparata fin dalla riunione di maggio senza alcun tentennamento e, secondo quanto dichiarato dalla presidente, ha ricevuto un sostegno 'molto ampio', sebbene non unanime. I principali motivi di interesse dell'evento sono quindi costituiti dall'evoluzione della *forward guidance* e delle proiezioni macroeconomiche dello staff. Qui non sono mancate le sorprese.

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

L'indirizzo sull'andamento future dei tassi resta invariato...

Per quanto riguarda il primo punto, **la forward guidance resta invariata**: "le decisioni future del Consiglio direttivo assicureranno che i tassi di interesse di riferimento della BCE 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". Ciò significa che: (1) la BCE convalida le attese di almeno un altro rialzo di 25pb alla riunione di luglio e, (2) indica che poi intende mantenere i tassi su livelli restrittivi per qualche tempo. Allo stesso tempo, intensità e durata della restrizione seguiranno un "approccio guidato dai dati", non predeterminato e, dunque, adattabile alle circostanze. Tuttavia, la presidente ha avvisato che una pausa a luglio è molto improbabile.

...ma nelle previsioni la stabilità dei prezzi si allontana un po'

Il comunicato afferma che l'inflazione, pur diminuita, "dovrebbe rimanere troppo elevata per un periodo di tempo troppo prolungato". A rinforzare il messaggio, **le previsioni di inflazione dello staff sono state riviste al rialzo su tutto l'orizzonte**, in particolare per l'indice senza alimentari ed energia, perché l'effetto del calo dei prezzi energetici è sovrastato dagli effetti "dei passati aumenti inattesi e delle implicazioni del vigore del mercato del lavoro" (v. Tab. 1). Malgrado incorpori più restrizione monetaria che a marzo, **lo scenario di giugno segnala che l'obiettivo si è allontanato**: anche se le revisioni al profilo dell'indice generale dei prezzi sono modeste (v. Fig. 2), la crescita prevista del PIL è stata limata di poco, il mercato del lavoro resta teso e l'inflazione core è attesa ben sopra il 2% per tutto il prossimo biennio. In sostanza, **potrebbe essere necessario un rialzo dei tassi ben superiore a quello scontato nelle curve** per conseguire la stabilità dei prezzi.

Nessuna novità su APP, PEPP e rifinanziamento a lungo termine

Non ci sono novità sul fronte delle misure non convenzionali. La BCE conferma sia l'interruzione (da luglio) dei reinvestimenti APP, sia la prosecuzione dei reinvestimenti PEPP fino al dicembre 2024. Secondo la presidente, l'interruzione dei reinvestimenti APP dovrebbe essere ben assorbita dai mercati. Nulla di nuovo neppure riguardo alle operazioni di rifinanziamento.

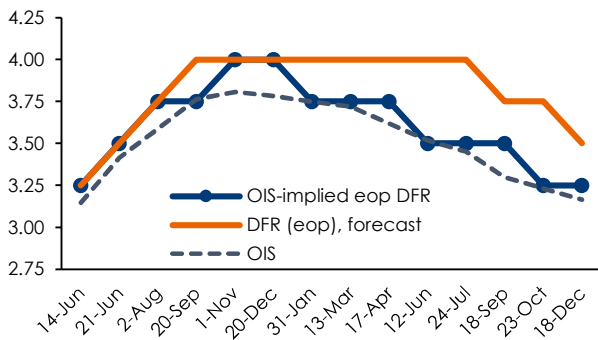
I tassi potrebbero salire più delle attese

Come già avvenuto per la riunione della Fed, anche la riunione BCE mostra una banca centrale preoccupata per la sua credibilità e, quindi, disposta a correre qualche rischio di recessione in più pur di avere la garanzia di conseguire la stabilità dei prezzi entro il 2025. Questo significa che, in assenza turbolenza finanziarie importanti, o di un brusco rallentamento dell'attività economica

che oggi non è visibile nei dati, la BCE alzerà i tassi più di quanto i mercati e la maggioranza degli analisti prevedevano. Questo messaggio sembra sia stato colto, a giudicare dalla reazione dei mercati.

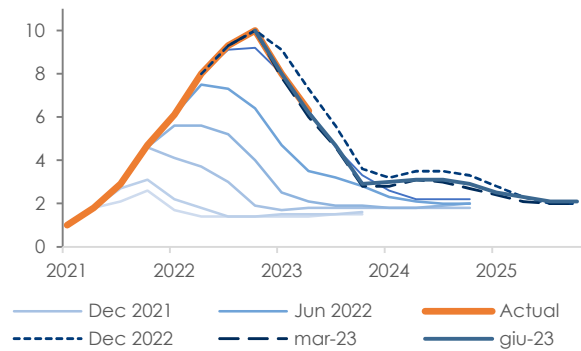
Confermiamo per ora **la previsione di un livello terminale del 4,0% per il DFR**, ora non più così alta rispetto ai tassi impliciti di mercato, in attesa di verificare come si evolverà nei prossimi mesi la trasmissione della stretta all'economia reale. I tassi saranno alzati al 3,75% il 27 luglio e poi probabilmente al 4,0% il 14 settembre. Non riteniamo probabili tagli dei tassi prima di metà 2024.

Fig. 1 - Tasso Depo Facility della BCE: Proiezioni implicite negli OIS e proiezioni di base ISP



Fonte: elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv; proiezioni Intesa Sanpaolo. Le date si riferiscono alla data in cui la variazione dei tassi ufficiali ha effetto.

Fig. 2 – Evoluzione recente delle previsioni BCE di inflazione a/a



Fonte: elaborazioni ricerca Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e BCE (ECB staff macroeconomic projections, varie edizioni).

Tab. 1 – Le principali proiezioni macroeconomiche della BCE

	2023			2024			2025					
	ECB		ISP	ECB		ISP	ECB		ISP			
	Dec	Mar	Jun	Jun	Dec	Mar	Jun	Jun	Jun			
PIL	0.5	1.0	0.9	0.6	1.9	1.6	1.5	1.2	1.8	1.6	1.6	1.6
IPCA	6.3	5.3	5.4	5.6	3.4	2.9	3.0	2.4	2.3	2.1	2.2	2.1
IPCA ex food and energy	4.2	4.6	5.1	6.1	2.8	2.5	3.0	2.2	2.4	2.2	2.3	2.1

Source: ECB staff macroeconomic projections for the euro area, June 2023; Intesa Sanpaolo research.

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