

Focus Area Euro

BCE: penultimo passo?

Tutti danno per scontato un nuovo rialzo dei tassi di 25pb alla riunione BCE del 27 luglio, e non c'è motivo per pensare che l'esito sia diverso. Riteniamo però che l'indirizzo ufficiale sulla riunione di settembre sarà molto vago, lasciando intendere che saranno i dati estivi a determinarne l'esito.

- Anche **la riunione di politica monetaria del 27 luglio si concluderà con un rialzo dei tassi ufficiali di 25pb**. Il tasso sui depositi (DFR) salirà così al 3,75%, il tasso sulle operazioni principali al 4,25%.
- Riteniamo che **l'indirizzo sui tassi diventerà più vago**: la BCE segnalerà che potrebbero essere necessari nuovi rialzi dei tassi ufficiali, ma rimarcherà che a settembre saranno disponibili nuove proiezioni macroeconomiche e che l'evoluzione dipenderà strettamente dai dati su forza della trasmissione della politica monetaria, andamento dell'inflazione sottostante e prospettive di inflazione. Tale indeterminazione potrebbe portare a un ribilanciamento delle probabilità implicite di rialzo nella curva OIS, che attualmente danno per scontato un secondo rialzo.
- La nostra previsione centrale è ancora che il DFR sarà portato al 4,00% il 14 settembre. Tuttavia, bisogna essere consapevoli che un rallentamento dell'attività economica più marcato di quanto oggi atteso, o un calo dell'inflazione sottostante più rapido, potrebbero erodere il sostegno a favore di ulteriori rialzi dei tassi, dopo quello di luglio. Ci sembra di cogliere dai discorsi delle ultime settimane che una parte del consiglio reputi la politica monetaria già sufficientemente restrittiva. L'esito della riunione di settembre, dunque, non è predeterminato, e dipenderà da come i dati influenzeranno il rischio che l'inflazione ecceda il 2% anche nel 2025. Al momento, la dinamica dei dati è negativa, e sta riducendo la probabilità di nuovi rialzi, che ormai riteniamo di poco superiore al 50%.
- Per ora, non ci aspettiamo modifiche ai programmi di acquisto. I reinvestimenti APP sono già stati interrotti senza turbolenze. Il tema dei reinvestimenti PEPP è già stato sollevato individualmente da alcuni governatori di BCN, ma probabilmente il consiglio lo affronterà soltanto nelle riunioni di fine anno. Anche la scadenza TLTRO di giugno è stata gestita dal sistema senza problemi.

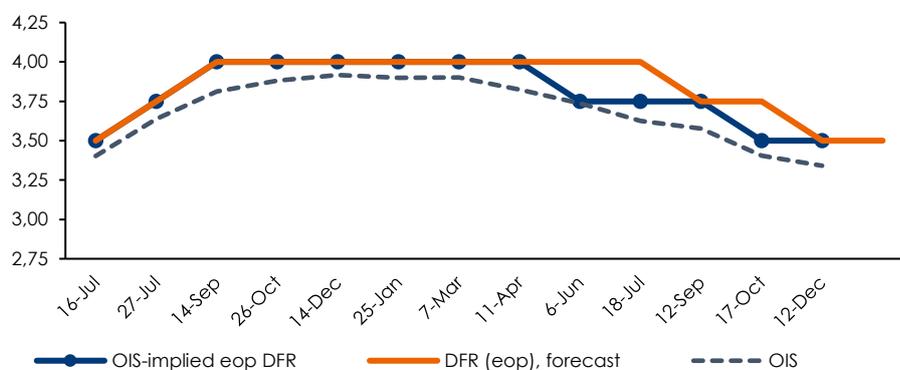
21 luglio 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

I mercati scontano altri 2 rialzi di 25pb (il secondo con meno convinzione) e poi tassi invariati fino ad aprile 2024



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

Le decisioni sui tassi ufficiali: pressoché certo un rialzo di 25pb

Un rialzo dei tassi ufficiali alla riunione BCE del 26-27 luglio è pressoché certo. In giugno, la BCE aveva indicato che i tassi dovevano ancora essere portati a livelli sufficientemente restrittivi e la presidente Lagarde aveva detto che sarebbero saliti ancora alla riunione successiva, a meno di sostanziali cambiamenti dello scenario¹. Le successive dichiarazioni di membri del comitato esecutivo e dei governatori non hanno evidenziato uno spostamento delle opinioni in merito a tale orientamento, né i dati sono stati così in contrasto con lo scenario di base da poter giustificare una pausa nella fase di rialzo.

Poiché la politica monetaria è giudicata da tutti i membri del consiglio già restrittiva, **è anche certo che il rialzo sarà di 25pb**, e non più ampio. In giugno, alcuni membri del consiglio avevano sostenuto l'opzione di un rialzo di 50pb per dare "un segnale forte" contro il rischio che l'inflazione si radicasse, ma il sostegno per la mossa di 25pb era stato poi "molto ampio", secondo il resoconto della riunione². Come scontato dal mercato OIS e dalla grande maggioranza degli analisti, il tasso sui depositi (DFR) salirà al 3,75% e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento al 4,25%.

L'indirizzo sui tassi sarà probabilmente reso più vago

Il 15 giugno, la dichiarazione di politica monetaria e poi la presidente Lagarde, nelle sue risposte ai giornalisti, avevano fornito un'indicazione chiarissima sulla direzione dei tassi: rialzo. Il 27 luglio, invece, **la BCE potrebbe essere meno netta riguardo all'orientamento in vista della riunione di settembre**.

Perché? In primo luogo, a settembre lo staff presenterà le nuove previsioni macroeconomiche.

Poiché i tassi sono già in territorio restrittivo, questo è un ottimo motivo per qualificare la riunione di settembre come aperta e non predeterminata. In effetti, gli stessi governatori delle banche centrali nazionali sono stati cauti nell'esprimere un orientamento oltre il mese di luglio, mostrandosi sempre più convinti che sia arrivato il momento di quell'atteggiamento paziente propugnato dal governatore di Banca d'Italia, Visco. Il 23/6, Hernández de Cos (Spagna) riteneva non appropriato fare previsioni oltre il mese di luglio. Per Kažimír (Slovacchia) un rialzo dei tassi a settembre non è certo. Makhlof (Irlanda) riteneva che siamo agli ultimi gradini della scala e che non sia scontata la necessità di ulteriori rialzi a settembre. Secondo Kazāks (Lettonia) la BCE non potrà dichiarare chiusa la fase di rialzi il 27 luglio, ma dipenderà dai dati di quanto e quando i tassi saliranno. Il 16/6 Nagel (Germania) riteneva che potesse essere necessario alzare ancora i tassi dopo agosto, ma non si era sbilanciato oltre. Il 7 luglio, anche Stourmaras (Grecia) non escludeva un rialzo dei tassi a settembre, ma riteneva che fosse prematuro sbilanciarsi; successivamente, in un'intervista del 19 luglio è stato più netto nel giudicare sufficiente un unico aumento. Infine, un falco, Knot, il 18 luglio dichiarava a Bloomberg TV che un rialzo dei tassi oltre luglio è "al massimo una possibilità, in nessun modo una certezza".

In secondo luogo, i dati stanno andando nella direzione attesa. L'inflazione è calata al 5,5% e le misure sottostanti hanno iniziato a mostrare i primi segnali di discesa, oltre a dimostrarsi meno disperse rispetto al passato³. Inoltre, ci sono **segnali di rallentamento dell'attività economica**

¹ Si veda: [Press Conference - transcript of the questions and answers](#), 15 giugno 2023.

² "A very broad consensus supported the 25 basis point rate increase proposed by Mr Lane, while a preference was also initially expressed for raising the key ECB interest rates by 50 basis points in view of the risk of high inflation becoming more persistent." [[Account of the monetary policy meeting of the Governing Council of the European Central Bank, 14-15 June 2023](#)]

³ "First, while underlying price pressures remain strong, most indicators have started to show some signs of softening. Second, while still wide by historical standards, the range of measures of underlying inflation

sempre più diffusi e i dati si stanno per lo più dimostrando peggiori delle attese. Dal lato dell'offerta, essi riguardano in particolare industria manifatturiera e costruzioni; da quello della domanda, gli investimenti (in particolare in costruzioni), ma anche i consumi.

In conclusione, la BCE potrebbe presentare l'esito della riunione di settembre come del tutto aperto, confermando l'**approccio dipendente dai dati**. In pratica potrebbe essere ripetuta la **formulazione attuale** ("Our future decisions will ensure that the key ECB interest rates will be brought to levels sufficiently restrictive to achieve a timely return of inflation to our two per cent medium-term target and will be kept at those levels for as long as necessary"), che include un'inclinazione di massima ad aumentare ancora i tassi. Tuttavia, **sparirà l'impegno ad alzare che a giugno la presidente Lagarde aveva espresso nella sessione di domande e risposte**: una sospensione della fase di rialzo non sarà più esclusa.

Ancora troppo presto per annunci sui reinvestimenti PEPP

Non ci attendiamo annunci immediati sui reinvestimenti PEPP, che anche in questa occasione resteranno confermati in pieno fino al dicembre 2024. Se le dinamiche di mercato continueranno a essere ordinate, una svolta su questo fronte potrebbe però arrivare prima della fine dell'anno, anticipando a metà 2024 la sospensione dei reinvestimenti.

Sul fronte delle operazioni di rifinanziamento, la modestissima rotazione di scadenze TLTRO in MRO (salite di appena 16 mld di euro) e LTRO trimestrali conferma che la BCE aveva pienamente ragione a escludere la necessità di operazioni di rifinanziamento speciali per gestire la fase di uscita dalle TLTRO.

Le prospettive sono davvero legate ai dati, non predeterminate

L'andamento dei dati nei prossimi mesi sarà davvero cruciale per capire dove e quando la restrizione monetaria si fermerà. La valutazione è olistica (nessun singolo dato da solo è decisivo) e articolata su tre dimensioni:

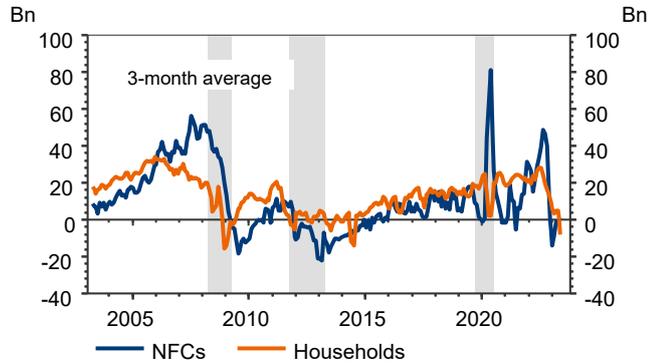
1. andamento dell'inflazione sottostante (dinamica di breve termine),
2. intensità della trasmissione della politica monetaria,
3. prospettive di inflazione. Per queste ultime, conterà sempre di più l'interazione fra dinamica dei salari e decisioni delle imprese sul trasferimento dei rincari a prezzi finali.

Per ora, manteniamo la previsione che il DFR sia portato al 4,0% in settembre. Tuttavia, è possibile che un maggiore rallentamento della crescita induca il consiglio a interrompere la fase di restrizione dopo il rialzo di luglio, al prezzo di qualche divisione interna. Le proiezioni di consenso sulla crescita del PIL sono oggi alquanto più basse rispetto a quelle BCE di giugno (0,6% contro 0,9% nel 2023, 0,9% contro 1,5% nel 2024). Una sostanziale revisione al ribasso delle proiezioni interne di crescita potrebbe ridurre il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% nel 2025, inducendo a sospendere gli interventi. In effetti, la restrizione delle condizioni monetarie ha da poco iniziato ad esercitare i propri effetti e il massimo impatto sulla crescita del PIL è da noi atteso soltanto nel 2024. Potrebbe dunque essere ragionevole attendere qualche mese per valutare se il rallentamento della domanda aggregata si colloca nella fascia alta o bassa dell'intervallo delle possibilità. Si tratterebbe poi di gestire il plateau di tassi restrittivi, che probabilmente resterebbero invariati più a lungo rispetto a uno scenario di restrizione aggressiva. Inoltre, la BCE non dichiarerebbe necessariamente conclusi i rialzi, ma si limiterebbe ad annunciare un periodo di

recently began to narrow. This suggests that the unusually high level of uncertainty around the downward trajectory of inflation over the medium term has started to ease somewhat." [L. De Guindos, "The inflation outlook and monetary policy in the euro area", 7 July 2023].

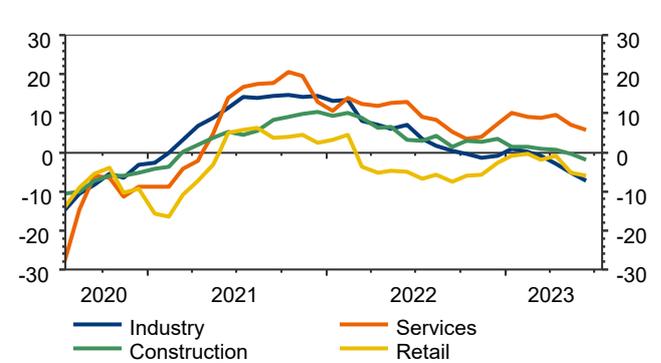
pausa che potrebbe essere immediatamente interrotto se lo scenario inflattivo si discostasse dalle attese.

Le erogazioni nette di credito sono ormai azzerate



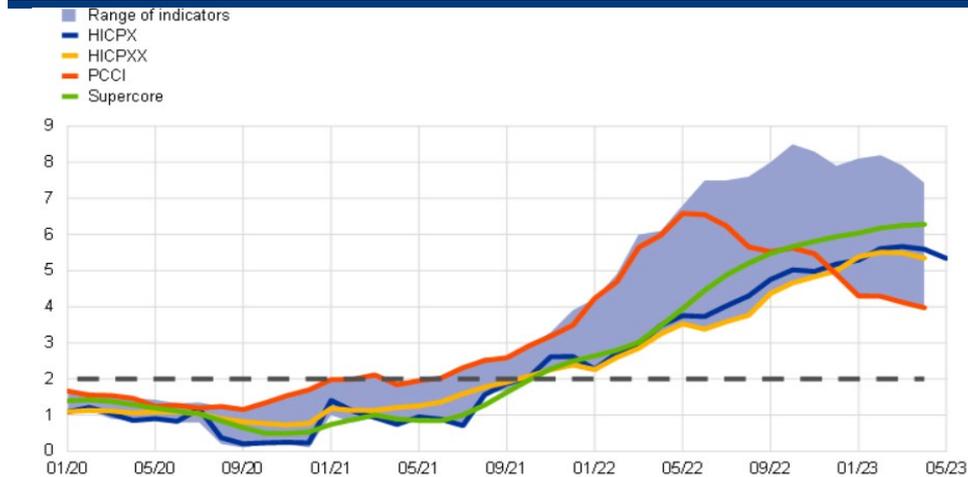
Nota: dati in miliardi di euro. Fonte: elaborazioni su dati BCE

La fiducia delle imprese europee sta calando in tutti i settori



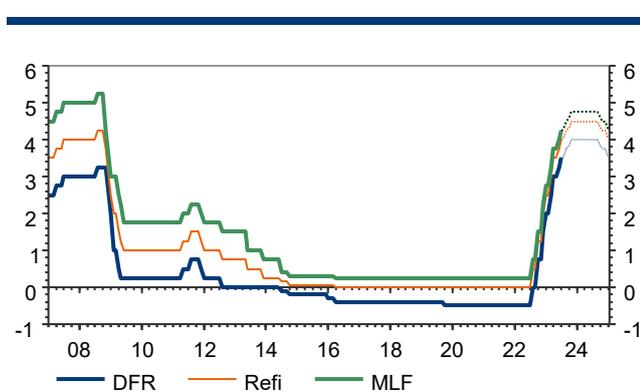
Fonte: Commissione Europea, business confidence survey

Indicatori di inflazione sottostante dal Bollettino Economico della BCE



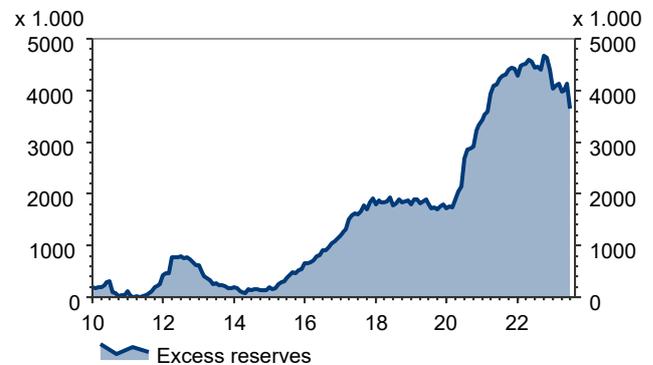
Fonte: ECB Economic Bulletin, Issue 4, 2023, Chart 11

Andamento storico e previsto dei tassi ufficiali BCE



Fonte: BCE e proiezioni ricerca Intesa Sanpaolo (moda della distribuzione attesa)

L'eccesso di riserve è calato rapidamente, ma resta molto elevato nel confronto storico



Fonte: elaborazioni su dati BCE

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
Andrea Volpi
Simone Zava

paolo.mameli@intesasnpaolo.com
aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
andrea.volpi@intesasnpaolo.com
simone.zava@intesasnpaolo.com