

Focus Area euro

Tassi ufficiali BCE probabilmente fermi a settembre

6 settembre 2023

Dati di inflazione in linea con le attese e dati di attività reale decisamente peggiori del previsto potrebbero indurre lo staff della BCE a rivedere al ribasso le proiezioni di medio termine. Il Consiglio direttivo potrebbe quindi sospendere i rialzi dei tassi alla riunione del 14 settembre. Tuttavia, il comunicato segnalerà che nuovi aumenti restano possibili alle riunioni successive.

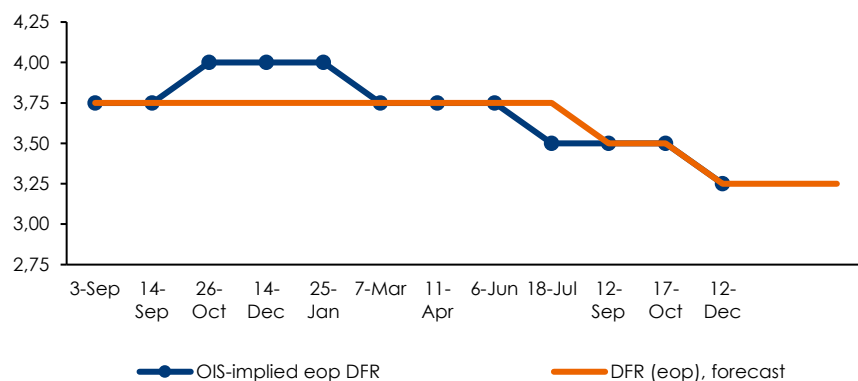
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

- Ci attendiamo che lo staff della BCE tagli le previsioni sulla crescita del PIL, con riflessi anche sulle proiezioni di inflazione di medio termine. Le proiezioni sull'inflazione core dovrebbero riavvicinarsi al 2% nel 2025.
- I segnali più chiari di rallentamento e i progressi delle misure di inflazione dovrebbero indurre il Consiglio direttivo a non alzare i tassi ufficiali alla riunione del 14 settembre. Perciò, il tasso sui depositi (DFR) resterà al 3,75% e il tasso refi rimarrà al 4,25%.
- L'incertezza dello scenario e il rischio che l'inflazione resti sopra il 2% anche nel 2025 giustificerebbero un orientamento ancora restrittivo. Le probabilità di rialzo resteranno positive e vicine al 50% alle prossime riunioni. Tutto dipenderà dalla direzione che prenderà l'economia.
- Nel nostro scenario di riferimento, che non vede alcuna recessione ma soltanto un periodo di crescita bassa, l'inflazione torna circa in linea con l'obiettivo nel 2025: implicitamente, la probabilità di superarlo ancora è significativa. Se la banca centrale attribuisce molta importanza alla credibilità, tale aspetto può giustificare un eccesso di restrizione.
- Non escludiamo che possa essere avviato un dibattito in merito all'opportunità di ridurre il portafoglio PEPP, data l'ottima risposta da parte del mercato alla riduzione del portafoglio APP e alla scadenza TLTRO, in modo da accelerare il drenaggio dell'eccesso di riserve.

I mercati scontano un possibile rialzo di 25pb entro fine anno con probabilità poco oltre il 50%, poi tagli dei tassi da marzo 2024



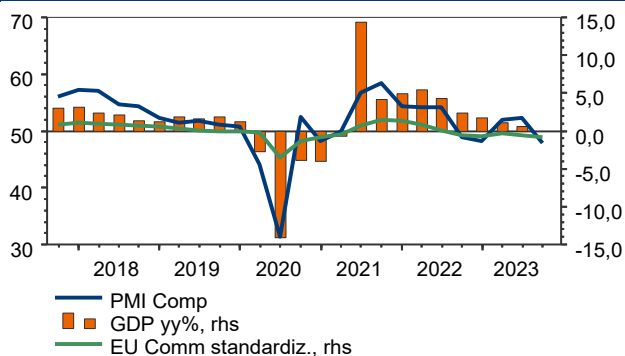
Nota: il tasso DFR implicito è calcolato assumendo spread invariato fra ESTR e DFR, arrotondando ai 25pb più vicini.
Fonte: Refinitiv e proiezioni Intesa Sanpaolo

I deludenti dati estivi obbligheranno lo staff BCE a tagliare le proiezioni di crescita, con ripercussioni su quelle di inflazione

Negli ultimi mesi, i dati macroeconomici dell'Eurozona hanno sorpreso largamente al ribasso, evidenziando in particolare un peggioramento della congiuntura nei servizi dopo quello già da tempo manifestatosi nell'industria. Le indagini congiunturali sono coerenti con un andamento stagnante del PIL, se non addirittura recessivo¹, confermando quelle "deboli prospettive di crescita" rilevate già il 26-27 luglio da Lane durante il briefing alla riunione del Consiglio direttivo (si veda [qui](#) per il resoconto della riunione). Di riflesso, le stime di consenso sulla crescita sono state limiate ulteriormente a 0,6% nel 2023 e 0,8% nel 2024 (in entrambi i casi, un decimo in meno rispetto a tre mesi prima). Per confronto, lo staff della BCE prevedeva in giugno una crescita di 0,9% nel 2023 e di 1,5% nel 2024, proiezioni identiche a quelle di FMI e OCSE e inferiori a quelle (molto ottimistiche) pubblicate dalla Commissione Europea in maggio. A nostro giudizio, alla luce della debolezza ormai accertata del 3° trimestre, del maggiore rialzo dei tassi a breve termine e di prezzi dell'energia più elevati, la valutazione del consenso è più adeguata alle circostanze. **Lo staff della BCE dovrebbe tagliare le proprie stime a 0,6-0,7% nel 2023 e 1,1-1,3% nel 2024, mentre potrebbe confermare la proiezione per il 2025 (1,6%)**, considerando i circa 100pb di tagli dei tassi incorporati nelle curve tra 2024 e 2025².

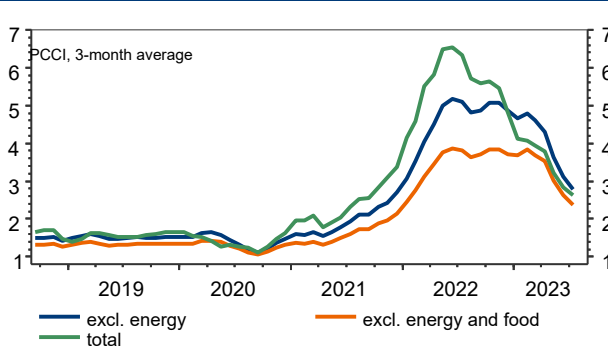
Il significativo ridimensionamento delle prospettive di crescita per i prossimi trimestri dovrebbe ripercuotersi sulle stime di disoccupazione e sulle proiezioni di inflazione. L'andamento debole della domanda riduce la trasmissione dei rincari di costo ai prezzi finali, perché dovrebbe rendere le imprese meno inclini a difendere i margini di profitto. Perciò, riteniamo che le nuove previsioni dello staff BCE includeranno anche una **limatura alle proiezioni di inflazione core per il biennio 2024-25**, che potrebbero calare a 2,1-2,2% in media annua e forse toccare il 2% nel 2° semestre 2025.

Le indagini congiunturali anticipano un ulteriore rallentamento della crescita del PIL



Fonte: Eurostat, S&P Global ed elaborazione Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo

Inflazione sottostante in deciso calo negli ultimi mesi



Nota: PCCI= Persistent and Common Component of Inflation (misura dell'inflazione sottostante con esclusione di frequenze), media mobile a tre mesi annualizzata. Fonte: BCE, Data Warehouse

Per quanto riguarda l'andamento delle varie misure di inflazione, negli ultimi mesi l'andamento è stato più elevato delle attese per l'indice generale (4,9-5,0% a/a contro il 4,7% previsto dallo staff BCE) ma del tutto in linea con le attese a livello di inflazione core, che stimiamo al 5,2% in media nel 3° trimestre 2023. Nei prossimi mesi, ci attendiamo un calo superiore a quello previsto a giugno dallo staff BCE. Dunque, **l'inflazione è indubbiamente ancora troppo elevata, ma è anche destinata a calare rapidamente nei prossimi 3-4 mesi**. Tutte le misure di inflazione

¹ "In the manufacturing sector, activity and the volume of order books have fallen sharply to levels typically only seen in deep recessions, even if sentiment may be showing first signs of bottoming out" (I. Schnabel, "Disinflation and the Phillips curve", discorso del 31 agosto 2023).

² Ancora Schnabel, *cit.*: "these developments point to growth prospects being weaker than foreseen in the baseline scenario of the June Eurosystem staff projections".

sottostante sono in calo, particolarmente marcato per la PCCI (Persistent and Common Component of Inflation): quest'ultima è calata al 2,6% a luglio, e l'indice calcolato escludendo alimentari ed energia è sceso al 2,4%.

Le aspettative di inflazione hanno un andamento contrastante e obbligheranno la BCE a mantenere una comunicazione aggressiva. L'inflazione implicita nelle curve dei tassi di mercato resta sopra il 2,5%, tema che è stato ampiamente discusso alla riunione di luglio. Le aspettative di inflazione a tre anni delle famiglie sono lievemente risalite da 2,3 a 2,4% nell'ultima rilevazione. Dal lato delle imprese, le tendenze previste dei prezzi nell'indagine della Commissione Europea sono tornate ai livelli pre-pandemici nell'industria e nelle costruzioni, ma restano ancora molto sostenute nei servizi e nel commercio al dettaglio.

La trasmissione della politica monetaria è in pieno sviluppo

Il terzo elemento da considerare riguarda la trasmissione della politica monetaria. I dati di luglio mostrano la più netta contrazione dei flussi netti di credito alle famiglie dopo quelle connesse alla Grande Crisi Finanziaria (2008) e alla crisi del debito (2014), ma anche un ritorno in positivo delle erogazioni nette alle imprese non finanziarie.

Tuttavia, l'aumento del costo medio dei finanziamenti, l'ultima BLS e il peggioramento delle prospettive di domanda ci fanno pensare che le dinamiche del credito resteranno ancora deboli anche senza nuovi rialzi dei tassi ufficiali. A fine luglio, i verbali della riunione di politica monetaria notavano una **"robusta trasmissione" alle condizioni finanziarie** e diversi interventi di esponenti BCE hanno sottolineato che **l'impatto più intenso della restrizione si potrebbe manifestare dall'autunno in poi**³, con il pieno dispiegarsi dei vari canali di impatto: costo del capitale, bilancio dei debitori, costo della raccolta bancaria e vincoli sui bilanci bancari, pensione al rischio delle aziende di credito.

La domanda di credito sarà però sostenuta da fattori strutturali, legati ai processi di transizione energetica e digitalizzazione. La BLS della BCE conferma tale aspetto, mostrando però anche come sia parzialmente compensato dalla restrizione delle condizioni creditizie sulle imprese con alto impiego di combustibili fossili⁴.

I dati giustificerebbero una pausa di osservazione: tassi fermi e orientamento restrittivo alla riunione del 14 settembre?

Poiché la crescita economica si è sostanzialmente azzerata, l'inflazione è destinata a calare rapidamente e i passati rialzi dei tassi potrebbero frenare ulteriormente la domanda nei prossimi mesi, il Consiglio direttivo BCE potrebbe permettersi di non alzare i tassi a settembre e di prendersi qualche settimana in più per valutare l'evolversi della situazione. Di conseguenza, **il nostro scenario centrale è ora quello di tassi ufficiali fermi**, con DFR al 3,75% e refi al 4,25%. Tale valutazione coincide attualmente con quella del mercato OIS, che attribuisce al rialzo dei tassi una probabilità implicita del 30% circa.

La dichiarazione di politica monetaria ribadirà che "i tassi di interesse di riferimento della BCE siano fissati su livelli sufficientemente restrittivi finché necessario a conseguire un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo del 2% nel medio termine". Sarà anche confermato l'approccio "guidato dai dati nel determinare livello e durata" della restrizione. A maggior ragione, in caso di tassi fermi, durante la conferenza stampa la BCE cercherà di alimentare

³ Si veda per esempio quando detto da Lane in: [The ECB Podcast Summer School #2: the nuts and bolts of interest rates](#), 27 luglio 2023 e P. Lane, ["The banking channel of monetary policy tightening in the euro area"](#), 12 luglio 2023: "The banking channel is likely to further strengthen in the coming months. The typical lags in monetary transmission mean that the full economic impact of the considerable monetary tightening over the last year will only play out over the next couple of years."

⁴ Si veda ancora Schnabel, *cit.*

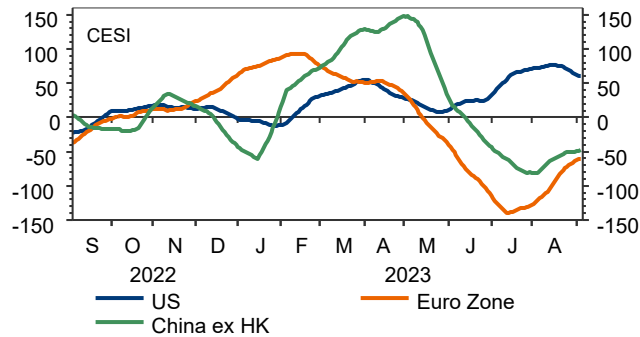
l'aspettativa che i tassi riprendano a salire in futuro, per evitare un indesiderato allentamento delle condizioni finanziarie in una fase ancora molto incerta. Tale orientamento era emerso anche alla scorsa riunione del 26-27 luglio.

Se l'orientamento restrittivo si tradurrà poi in un rialzo dei tassi ufficiali il 26 ottobre o il 14 dicembre, dipenderà dalla natura e dalla persistenza del rallentamento in corso, oltre che dalla conferma del sentiero di calo dell'inflazione sottostante. Il mercato del lavoro è molto teso e sarà necessario un periodo prolungato di bassa crescita per assicurarsi che non contribuisca alla persistenza dell'inflazione. Attribuiamo alla possibilità che la riaccelerazione della crescita porti a nuovi rialzi dei tassi una probabilità inferiore al 50%, ma comunque significativa.

Verso una riduzione anticipata anche del portafoglio PEPP?

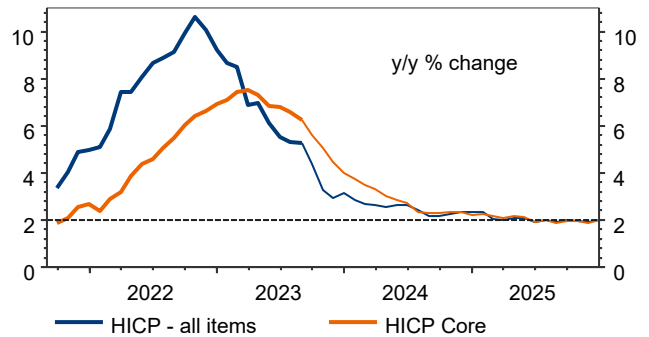
Mentre ci sembra improbabile che la BCE decida di aumentare il coefficiente di riserva obbligatoria (ipotesi che è stata avanzata il 27 luglio da alcuni membri del Consiglio, senza trovare molto sostegno), siamo meno propensi ad escludere la possibilità che la riduzione del portafoglio PEPP sia anticipata da dicembre all'inizio del 2024. Tale opzione non era stata discussa il 27 luglio, ma è stata menzionata da alcuni governatori di banche centrali nazionali. La misura potrebbe ricevere maggior supporto ora che si è osservata la risposta dei mercati alla riduzione del portafoglio APP. Nonostante il flusso di notizie non entusiasmante sulle prospettive dei conti pubblici italiani e lo stallo politico in Spagna, infatti, le dinamiche degli spread sovrani sono restате molto tranquille. Soprattutto nel caso non siano decisi nuovi rialzi dei tassi, il Consiglio potrebbe decidere di rafforzare la trasmissione della politica monetaria accelerando la riduzione del bilancio.

Continuano a prevalere le sorprese negative sui dati reali



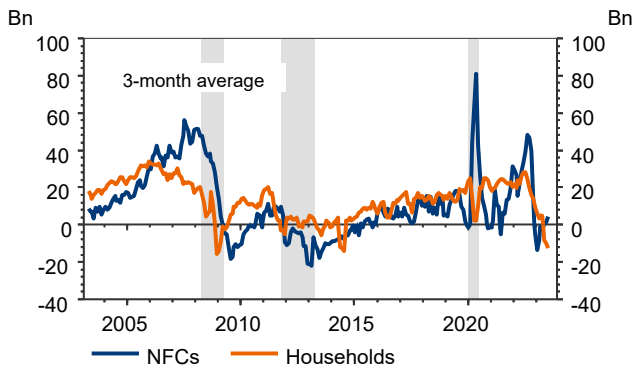
Fonte: Refinitiv-Datstream

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



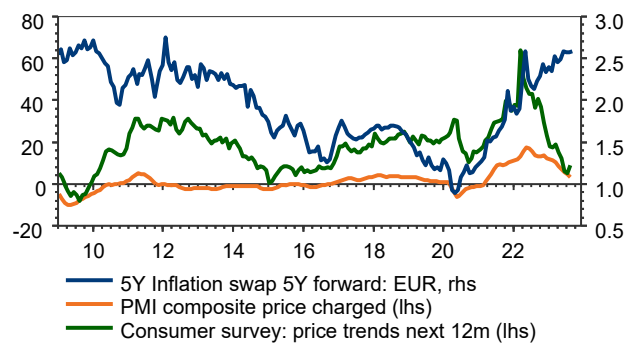
Fonte: Eurostat e proiezioni Intesa Sanpaolo

Erogazioni nette di credito alle imprese positive a luglio, dopo vari mesi in negativo



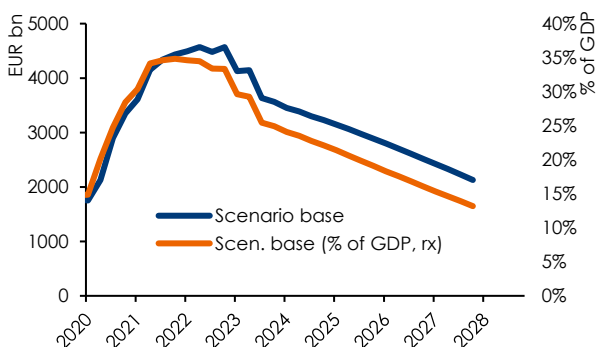
Fonte: elaborazioni Direzione Studi e Ricerche Intesa Sanpaolo Intesa Sanpaolo su dati BCE

Inflazione futura: tassi di mercato ancora lontani dal 2%



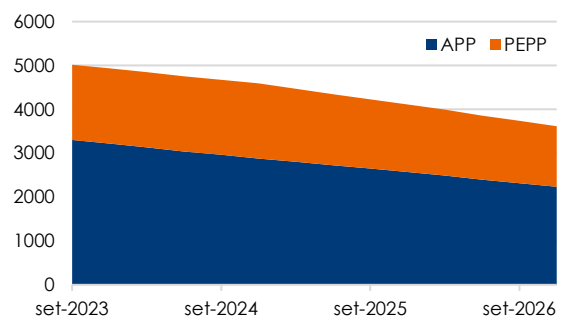
Fonte: Refinitiv, Commissione Europea, S&P Global

L'eccesso di riserve sta calando più rapidamente di quanto ci attendessimo



Fonti: dati BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

La riduzione del portafoglio APP continuerà anche dopo la fine dei rialzi dei tassi. Possibile riduzione anticipata dei reinvestimenti PEPP



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., 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

International Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com