

Macro Rapid Response

Ultimo rialzo dei tassi BCE per questo ciclo economico

Malgrado il taglio alle proiezioni di crescita e la limitatura a quelle di inflazione core, la BCE ha aumentato di nuovo i tassi ufficiali di 25pb: il tasso sui depositi sale al 4,0%. Ora, però, si entra nella fase di mantenimento della restrizione: a meno di dati sconvolgenti, per alcuni mesi non sono più da attendersi altre mosse.

La BCE ha annunciato che il tasso sui depositi (DFR) e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento (MRO) vengono aumentati di 25pb, rispettivamente a 4,00% e 4,50%. La decisione è stata presa a **"solida maggioranza"**, secondo quanto dichiarato nella conferenza stampa dalla presidente Lagarde, la quale ha ammesso che **alcuni governatori avrebbero preferito una pausa**. La giustificazione fornita dal consiglio direttivo per tale decisione è la volontà di rafforzare i progressi nella discesa dell'inflazione, malgrado una significativa revisione al ribasso delle proiezioni di crescita e segnali di una vigorosa trasmissione dei passati rialzi alle condizioni di finanziamento.

Le **previsioni macroeconomiche dello staff** includono una **significativa revisione al ribasso delle proiezioni di crescita** nel biennio 2023-24, come atteso, mentre le proiezioni di inflazione sono state riviste al rialzo nel biennio 2023-24 e leggermente al ribasso nel 2025. Tuttavia, ciò riflette esclusivamente le ipotesi meno favorevoli sull'andamento dei prezzi energetici, perché invece **le proiezioni sull'inflazione core sono state limitate nel 2024-25** e restano invariate quest'anno. La BCE riconosce che l'economia è rimasta stagnante nei primi tre trimestri del 2023 e anche che le misure di inflazione sottostante stanno ora calando. Allo stesso tempo, **lo staff continua ad attendersi una discreta ripresa della crescita il prossimo anno**, tanto che la previsione resta più elevata rispetto alla media del consenso e alla nostra stima.

La BCE valuta i **rischi** al ribasso per la crescita come prevalenti su quelli al rialzo. I rischi per l'inflazione sono contrastanti, e la presidente non ha espresso una valutazione di sintesi.

Per quanto riguarda le misure non convenzionali, la presidente ha dichiarato che il consiglio direttivo non ha discusso né dei reinvestimenti PEPP, né della possibilità di vendite di titoli APP.

Che cosa accadrà nei prossimi mesi? L'**indirizzo** è ora cambiato: "il Consiglio direttivo ritiene che i tassi di interesse di riferimento della BCE abbiano raggiunto livelli che, mantenuti per un periodo sufficientemente lungo, forniranno un contributo sostanziale a un ritorno tempestivo dell'inflazione all'obiettivo".

Conseguentemente, a meno di dati o eventi sconvolgenti **ora è da attendersi un periodo relativamente lungo di politica monetaria restrittiva, e diversi mesi di tassi stabili ai livelli correnti**. Quanti mesi? "finché necessario", cioè fino a quando le prospettive dell'inflazione, l'andamento dell'inflazione di fondo, dell'economia reale e della trasmissione della politica monetaria non garantiranno il ritorno all'obiettivo del 2%. In sostanza, l'approccio resta legato all'evoluzione dei dati, non al calendario. Per ora, nelle stime l'inflazione ritorna al 2% soltanto alla fine del 2025, e ciò non è ritenuto sufficiente. La crescita dell'economia europea dovrà restare inferiore al potenziale per un po' di tempo perché le prospettive di inflazione diventino più rassicuranti. Sulla base delle nostre previsioni, **la fase di tassi stabili potrebbe estendersi fino al settembre del prossimo anno**.

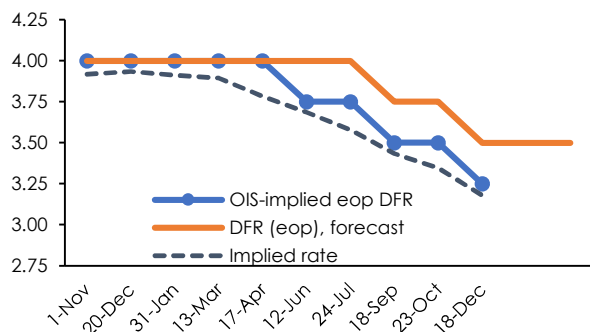
14 settembre 2023

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

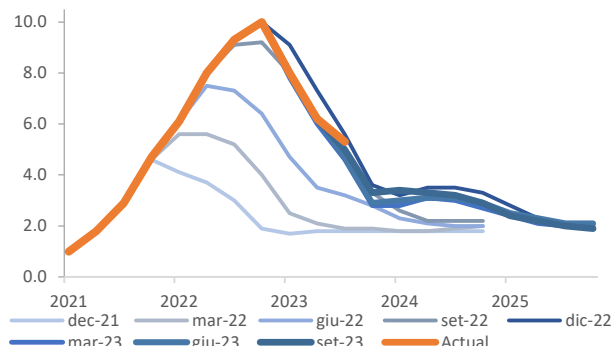
Luca Mezzomo
Economista

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			
	Mar	Jun	Sep	Mar	Jun	Sep	Mar	Jun	Sep	Sep		
PIL	1.0	0.9	0.7	0.5	1.6	1.5	1.0	0.8	1.6	1.6	1.5	1.6
IPCA	5.3	5.4	5.6	5.5	2.9	3.0	3.2	2.5	2.1	2.2	2.1	2.0
IPCA ex food and energy	4.6	5.1	5.1	5.1	2.5	3.0	2.9	2.7	2.2	2.3	2.2	2.1

Fonte: ECB staff macroeconomic projections for the euro area, September 2023; proiezioni della Direzione Studi e Ricerche di Intesa Sanpaolo (settembre 2023).

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