

Focus Area Euro

La BCE butta acqua sul fuoco delle aspettative

21 ottobre 2021

La riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea del 28 ottobre sarà meramente interlocutoria, una tappa intermedia sul cammino verso le importanti decisioni che dovranno essere prese e comunicate il 16 dicembre.

Anche se non sarà fatto alcun annuncio importante, tuttavia la BCE utilizzerà questa occasione per ribadire l'indirizzo sui tassi ufficiali e raffreddare le aspettative di rialzo che sono emerse recentemente nelle curve di mercato monetario. Nei giorni scorsi, diversi membri del Consiglio direttivo sono già intervenuti per sottolinearne la contraddizione con la regola decisionale introdotta dopo la revisione della strategia.

Per quanto riguarda le decisioni di dicembre, confermiamo la previsione che allora sarà annunciata la fine degli acquisti PEPP dal 31 marzo 2022, associata ad alcune modifiche alla gestione dell'APP, forse aumentato da un *plafond* temporaneo, e a un nuovo programma TLTRO disegnato come mero strumento di salvaguardia.

In occasione della conferenza stampa del 9 settembre, la presidente Lagarde indicò molto chiaramente la riunione del 16 dicembre come quella in cui la Banca Centrale Europea avrebbe preso le decisioni cruciali su PEPP, TLTRO ed eventuale ricalibrazione degli altri strumenti per smussare l'uscita dal PEPP. La riunione di politica monetaria del 28 ottobre si preannuncia dunque come del tutto interlocutoria.

Il **testo della decisione di politica monetaria** dovrebbe essere del tutto immutato, inclusa la parte che prevede acquisti netti nell'ambito del PEPP moderatamente inferiori rispetto a secondo e terzo trimestre 2021. L'andamento dell'economia reale resta coerente con le previsioni dello staff; l'andamento dell'inflazione è stato ancora superiore alle attese, ma la prospettiva di un calo dell'inflazione nel 2022 resta fondata. Le condizioni di finanziamento restano favorevoli, considerando che l'aumento dei tassi nominali non si è riflesso nei tassi reali, che gli spread sovrani sono stabili e che il cambio si è indebolito. Le aspettative di mercato sull'inflazione, indubbiamente salite nelle ultime settimane, sono circa coerenti con l'obiettivo BCE.

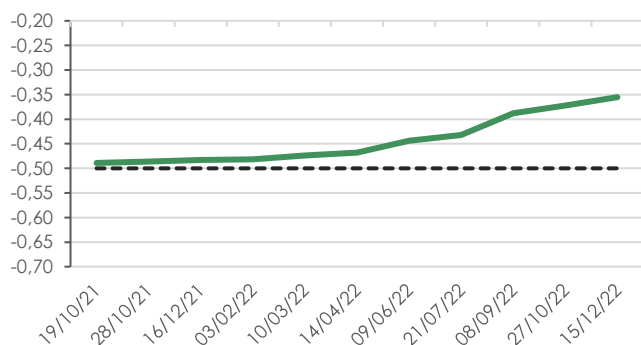
**La conferenza stampa dovrebbe confermare e rafforzare la considerazione che esistono rischi al rialzo sulle previsioni di inflazione dello staff e rischi bilanciati sulla crescita.** Allo stesso tempo, però, la presidente Lagarde potrebbe utilizzare l'interlocuzione con la stampa per ribadire l'incongruenza fra le aspettative di rialzo dei tassi ufficiali a fine 2022 e l'indirizzo sui tassi contenuto nella decisione di politica monetaria (si veda la sezione seguente).

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

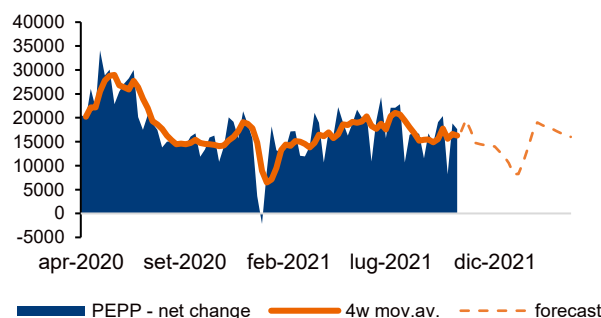
Luca Mezzomo  
Economista

Gli OIS scontano una significativa probabilità di rialzo dei tassi ufficiali BCE a fine 2022



Fonte: Refinitiv

La riduzione degli acquisti netti PEPP è davvero 'moderata'



Fonte: dati BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

**La riunione potrebbe servire alla BCE per fare il punto sulla strategia di uscita**, in modo da identificare le priorità del lavoro preparatorio richiesto allo staff prima della riunione di metà dicembre. Nelle scorse settimane, le agenzie di informazione avevano raccolto voci (non sempre coerenti) su ipotesi di revisione dell'APP, presumibilmente riferibili a una o più opzioni che il Consiglio voleva esaminare, e sulle quali era stato richiesto del lavoro di approfondimento. In merito alle ipotesi sulla strategia di uscita dal PEPP, si veda l'ultima sezione. Probabilmente Lagarde non si sbilancerà sull'esito finale del processo, mentre non va escluso che possa fornire qualche indicazione più dettagliata sugli elementi che potrebbero essere inclusi nella ricalibrazione. La necessità di comunicare con i mercati diventerebbe più urgente qualora la BCE si vada orientando su un mix di misure più restrittivo rispetto a quello che vede il consenso di mercato, e che la BCE conosce grazie alla sua indagine periodica (la Survey of Monetary Analysts).

### In corso un'azione verbale per spegnere le premature attese di rialzo dei tassi

In ottobre, i tassi impliciti nei *futures* su Euribor 3 mesi sulla scadenza dicembre 2022 sono saliti di 9pb, portando l'incremento rispetto ai livelli correnti a 20pb. Gli OIS incorporano 13pb di rialzo entro fine 2022. Nel [Weekly Economic Monitor](#) pubblicato venerdì 15 avevamo espresso la convinzione che un rialzo dei tassi a fine 2022 fosse incompatibile con l'indirizzo della BCE sui tassi ufficiali, sia per la difficoltà di rispettare il criterio retrospettivo sull'inflazione sottostante entro il prossimo giugno, sia perché implicherebbe di chiudere l'APP entro pochi mesi dalla chiusura del PEPP. Inoltre, riteniamo che i mercati sfiano ora sottovalutando la rilevanza della svolta compiuta dalla BCE con la recente revisione della strategia. **Negli ultimi giorni, anche la BCE ha iniziato a muoversi per contrastare il movimento di mercato:**

- intervistato da Bloomberg lunedì 18, il governatore di Banca d'Italia Ignazio Visco ha affermato che le aspettative dei mercati sui tassi "non sono così in linea" con l'indirizzo della BCE<sup>1</sup>;
- Philip Lane, membro del Comitato esecutivo, il 19 ottobre ha dichiarato che le aspettative del mercato non sono coerenti con l'indirizzo sui tassi ufficiali dato dalla BCE<sup>2</sup>;
- il 19 ottobre, il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, ha affermato che non c'è ragione per cui la BCE dovrebbe alzare i tassi il prossimo anno, dichiarandosi anche convinto che l'inflazione tornerà sotto il 2% nel 2022<sup>3</sup>.

Nella conferenza stampa del 28 ottobre, ci aspettiamo che Christine Lagarde sarà sollecitata a commentare le aspettative di rialzo dei tassi che i mercati continuano a mostrare per fine 2022. La Presidente ribadirà ancora che, in base alle previsioni dello staff, l'inflazione potrebbe tornare sotto il 2% nel 2022 e che l'inflazione sottostante resterà troppo bassa. Anche la Presidente potrebbe ribadire che un rialzo dei tassi a fine 2022 non sarebbe in linea con la *forward guidance*. La nostra valutazione attuale è che i tassi potrebbero essere alzati dalla seconda metà del 2023.

### Le decisioni del 16 dicembre: punti fermi e nodi da sciogliere

Riguardo alle decisioni del 16 dicembre, i membri del Consiglio direttivo sono stati molto cauti nelle proprie esternazioni riguardo al mix di interventi che ritengono più desiderabile. La chiusura del PEPP il 31 marzo 2022 sembra certa: la crisi pandemica appare superata, e i sondaggi mostrano che tale scenario è già diventato quello di consenso. Alcune esternazioni fanno pensare che l'APP potrebbe essere reso un po' più flessibile, per esempio fissando gli obiettivi sugli acquisti netti su periodi più lunghi, che consentano di compensare meglio l'impatto della

---

<sup>1</sup> <https://www.bancaditalia.it/media/notizia/intervista-del-governatore-ignazio-visco-a-bloomberg-tv-18-ottobre-2021/>

<sup>2</sup> "ECB's Lane says rates curve doesn't square with guidance – Reuters", 19 ottobre 2021 h. 16:50.

<sup>3</sup> "Pas de raison que la BCE augmente ses taux d'ici la fin de l'an prochain-Villeroy - Reuters", 19 ottobre 2021.

stagionalità delle emissioni. Però alcuni membri del Consiglio sono stati netti nel respingere la possibilità che l'APP acquisisca la stessa flessibilità del PEPP. Diversi governatori hanno fatto cenno alla possibilità che siano alzati i limiti sul debito sovrano nell'ambito del PSPP. Meno sicuro è che la BCE trovi l'accordo per aumentare temporaneamente il volume di acquisti netti APP. Ugualmente incerto è che la BCE rinnovi il programma TLTRO, anche se la quadratura potrebbe essere trovata su un programma LTRO "di garanzia", privo degli elementi incentivanti che hanno caratterizzato la terza serie di TLTRO.

## 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-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 Spa 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

Tel. 02 879+(6)

#### Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

#### Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Lorenzo Biagioli		lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasnpaolo.com

#### International Economics

##### Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo	62109	silvia.guizzo@intesasnpaolo.com
---------------	-------	---------------------------------