

Focus Area Euro

BCE: e se il 16 dicembre non fosse più un giorno determinante?

10 dicembre 2021

La riunione di politica monetaria del 15-16 dicembre, che nelle intenzioni di qualche mese fa avrebbe dovuto chiarire il percorso della politica monetaria del 2022, avrà luogo in un contesto reso più complicato dal sovrapporsi della nuova ondata di contagi al rialzo dell'inflazione, e potrebbe non essere più così decisiva.

Direzione Studi e Ricerche

Le previsioni ufficiali vedranno un **netto innalzamento delle proiezioni di inflazione 2022**, mentre quelle di crescita potrebbero essere poco variate. Le proiezioni 2023-24 di inflazione dovrebbero mostrare progressi verso l'obiettivo del 2%, ma cauti (per non alimentare aspettative di rialzi dei tassi nel 2022). L'elevata incertezza della previsione sarà ampiamente sottolineata nei documenti e nella conferenza stampa della presidente Lagarde.

Macroeconomic Research

Ci attendiamo che la BCE modifichi l'**indirizzo sul PEPP**, segnalando che **interromperà gli acquisti netti dopo il 31 marzo 2022**, ma che sarà pronta a continuarli o a riprenderli qualora la fase critica legata al coronavirus si dimostrasse non conclusa.

Luca Mezzomo
Economista

Riguardo all'**APP**, continuiamo a prevedere un transitorio aumento degli acquisti netti dopo la chiusura del PEPP, ma **l'annuncio potrebbe essere rinviato al febbraio 2022**, dipenderà dall'evoluzione dei dati e potrebbe riguardare pochi mesi.

Non ci attendiamo neppure annunci in merito a nuovi programmi TLTRO. La BCE dovrà presto o tardi considerare un aumento del moltiplicatore per la remunerazione delle riserve; di nuovo, però, non ha urgenza di farlo subito.

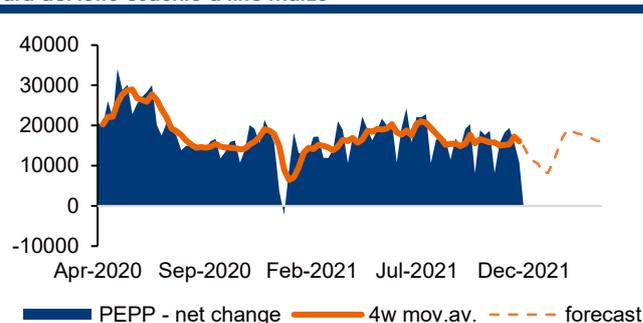
Non ci aspettiamo variazioni dei tassi ufficiali prima di metà 2023. Riguardo all'indirizzo sui tassi, la BCE potrebbe forse togliere il riferimento alla possibilità di tassi inferiori a quelli attuali, che ormai appare anacronistica. L'incertezza sulle prospettive dell'inflazione ha tolto comunque efficacia alla formulazione della forward guidance, come dimostrato dalla necessità che la Presidente ha sentito di tradurla in indicazioni temporali (rialzi nel 2022 improbabili, ma nel 2023 non si può dire). In conclusione, **l'orizzonte dell'azione di politica monetaria si accorcia.**

Proiezioni macroeconomiche: è da attendersi un'ampia revisione alle proiezioni di inflazione 2022

	2022			2023	
	ECB ¹	Consensus ²	ISP ³	ECB ¹	ISP ³
PIL (a/a)	4.6	4.2	3.9	2.1	2.3
IPCA (a/a)	1.7	2.6	2.7	1.5	1.6
IPCA ex food and energy (a/a)	1.4	1.8	1.9	1.5	1.7

Note: (1) settembre 2021; (2) dicembre 2021; (3) dicembre 2021. Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE e Consensus Economics

PEPP: rallentamento degli acquisti netti modesto, ma il plafond non sarà del tutto esaurito a fine marzo



Fonte: dati BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

E se il 16 dicembre non fosse più un giorno determinante?

Dalla prossima riunione di politica monetaria della Banca Centrale Europea ci aspettiamo novità su tre fronti: proiezioni, PEPP e *forward guidance*. Nel complesso, però, l'annuncio si profila meno articolato e netto rispetto a quanto si potesse ipotizzare qualche mese fa. Il motivo fondamentale è l'incertezza elevata sullo scenario, con opinioni più diversificate in merito ai rischi di inflazione e di stabilità finanziaria.

Le proiezioni: sarà rimarcata l'incertezza dello scenario

Ci sono forti aspettative che la BCE riveda significativamente al rialzo le sue proiezioni di inflazione, in occasione della prossima riunione di politica monetaria. L'andamento di fine 2021 è stato superiore alle attese, e ciò dovrebbe riflettersi in uno slittamento verso l'alto della media 2022, che a settembre era prevista a 1,7%. La media del consenso era già salita al 2,3% nel sondaggio di novembre, e la nostra proiezione è ormai a 2,6%. Il problema della BCE è che la proiezione è ancorata ai future sul petrolio, che sono calati di ben 12 dollari rispetto a ottobre, e non è chiaro quali ipotesi saranno fatte per il gas naturale - che non ha in questa occasione un andamento correlato al petrolio e ha un impatto rilevante su riscaldamento e tariffe elettriche. Questo fattore potrebbe ridurre l'inflazione media annua di due decimi e la revisione al rialzo sarà presumibilmente più contenuta rispetto a quella che le nostre stime hanno subito. Per quanto concerne le proiezioni 2023-24, quanto maggiore sarà la revisione al rialzo del prossimo anno, tanto più contenuta sarà quella del 2023: la riduzione del tasso di inflazione nel corso del 2022 sarà confermata. Ci attendiamo che il 2023 salga a 1,6%, e che la nuova proiezione 2024 mostri un avvicinamento al 2%.

Le revisioni alle proiezioni di crescita saranno probabilmente al ribasso. In settembre, la BCE vedeva la crescita 2022 al 4,6%, mentre a novembre il consenso è sceso a 4,3% e la nostra attuale previsione è 3,9%. A parte gli effetti dei rincari sul potere d'acquisto delle famiglie, la nuova ondata di contagi ha portato all'adozione di misure restrittive e ai primi impatti negativi sulla mobilità collettiva; inoltre, è possibile che la nuova variante Omicron rallenti la ripresa successiva a inizio 2022. Il sommarsi di fattori di incertezza sarà sottolineato dalla BCE sia nella dichiarazione, sia nella conferenza stampa.

PEPP: sospensione degli acquisti netti dopo il 31 marzo 2022, ma con una via di fuga

Venendo ora alle misure di politica monetaria, **l'aspettativa che gli acquisti netti PEPP siano sospesi dopo il 31 marzo è molto diffusa tra gli analisti**, come hanno indicato tutti i sondaggi degli ultimi mesi. D'altronde, la stessa presidente Lagarde ha ripetutamente dichiarato di ritenere "molto probabile" tale evenienza. Se le previsioni dello staff mostreranno che l'effetto negativo della crisi pandemica sullo scenario di inflazione è stato riassorbito, ci saranno le condizioni per sospendere gli acquisti netti, come ha detto anche Isabel Schnabel. Questo rimane il nostro scenario centrale.

Ma come incorporare l'incertezza dello scenario dovuta all'ondata di contagi in corso, e alla possibilità che sia poi estesa dalla diffusione della variante Omicron? Alcune **opzioni** sono:

- (1) rinviare la decisione a febbraio, limitandosi ad annunciare un orientamento riguardo al volume degli acquisti nel 1° trimestre 2022;
- (2) annunciare nella decisione di politica monetaria che il Consiglio ritiene "probabile" la sospensione degli acquisti netti il 31 marzo, ma dichiarando che potrebbero essere ripresi se lo scenario pandemico nel frattempo si evolvesse negativamente;
- (3) annunciare nella decisione di politica monetaria che gli acquisti netti saranno sospesi il 31 marzo, ma dichiarando che potrebbero essere mantenuti, o ripresi, se lo scenario pandemico nel frattempo si evolvesse negativamente;

(4) annunciare nella decisione di politica monetaria che gli acquisti netti saranno sospesi il 31 marzo, e trasferire all'APP una parte della flessibilità del PEPP – per esempio, consentendo maggiori variazioni degli acquisti da un mese all'altro, sostituendo l'obiettivo mensile con uno trimestrale e aumentando il volume di acquisti netti APP.

La quarta ipotesi, che sarebbe la nostra opzione preferita, sembra però sgradita a una parte del Consiglio (per es. Schnabel, che nell'intervista a Bloomberg del 23 novembre ha dichiarato di non vedere la necessità di trasferire flessibilità all'APP). La prima ipotesi e, in minor misura, anche la seconda, sarebbero pregiudizievoli per la credibilità della presidente Lagarde, che anche recentemente ha ribadito che ritiene opportuno dare certezze ai mercati e ha continuato a parlare di una sospensione il 31 marzo come "molto probabile". La terza ipotesi sembra quindi la più plausibile.

Come sarà gestito il **rischio di destabilizzazione dei mercati** connesso al drastico ridimensionamento del livello di sostegno fornito dalla BCE dopo il 31 marzo? La nostra ipotesi primaria resta quella che gli acquisti netti APP siano aumentati temporaneamente da aprile, annunciando un plafond predeterminato da utilizzare nei mesi successivi per smussare il gradino nel flusso totale di acquisti netti. Questo è ancora l'opinione prevalente fra gli analisti¹. Tuttavia, la BCE potrebbe decidere di aspettare la riunione di febbraio 2022, se non addirittura quella di marzo, prima di decidere in merito; se i rischi al rialzo riguardo al sentiero futuro dell'inflazione restassero preminenti e consigliassero di imprimere un'impostazione più 'agile' alla politica monetaria, l'aumento potrebbe essere circoscritto a pochi mesi, e finalizzato esclusivamente a graduare la riduzione degli acquisti. Infine, non si può escludere del tutto che il ruolo di stabilizzatore sia invece affidato *esclusivamente* alla possibilità di riattivare gli acquisti netti PEPP, considerando le crescenti preoccupazioni per il ruolo negativo che gli acquisti di titoli potrebbero giocare sul fronte della stabilità finanziaria a causa della scarsità di attività sicure e dell'effetto sui mercati immobiliari, nonché la maggiore preoccupazione per il rischio di inflazione².

Probabilmente non ci saranno novità su TLTRO e altre misure di politica monetaria

Inutile dire che **non c'è alcuna aspettativa di modifiche ai tassi ufficiali fra gli analisti e sul mercato**: la BCE ha indicato una chiara sequenza per la rimozione dello stimolo monetario (prima la chiusura degli acquisti netti APP, poi il rialzo dei tassi), e anche tre criteri che devono essere soddisfatti perché il processo abbia inizio. Le condizioni non sono ancora soddisfatte, e in ogni caso ci sono altri due passi da completare prima di alzare i tassi (sospensione degli acquisti netti PEPP e poi sospensione degli acquisti netti APP).

Per quanto riguarda le **TLTRO**, la nostra opinione è che il consolidamento dello scenario di ripresa e il superamento della fase critica della pandemia rendano inutile una misura che fissa soglie minime e introduce incentivi per l'espansione del credito. Il problema della concentrazione dei rimborsi sarà attenuato dalle banche con restituzione anticipata di fondi; l'esigenza di garantire un'adeguata trasmissione della politica monetaria attraverso il canale del credito bancario può essere affrontata con strumenti non condizionati, ed estendendo il regime accomodante per le attività stanziabili come garanzia. In un'intervista a Les Echos pubblicata il 30 novembre, il vicepresidente De Guindos ha dichiarato di non vedere l'urgenza di decidere sul rinnovo del programma TLTRO, e che questo faceva parte della risposta alla crisi pandemica (in altre parole, le TLTRO potrebbero "morire" con il superamento dell'emergenza).

¹ V. <https://www.bloomberg.com/news/articles/2021-12-10/ecb-s-stimulus-exit-path-emerges-with-inflation-at-record-pace>

² V. I. Schnabel: "Monetary policy and financial stability", 5th Annual Conference of the ESRB, 8 December 2021.

Con il tempo, il rientro dei fondi immessi con TLTRO III renderà opportuno un intervento sui parametri del sistema di remunerazione della riserva, per ridurre la penalizzazione derivante dal regime di tassi negativi. Anche il pieno reinvestimento delle scadenze PEPP potrebbe essere prorogato oltre l'attuale scadenza del 31 dicembre 2023.

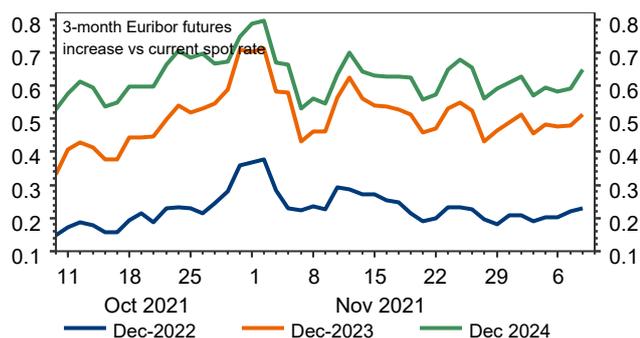
Aggiustamenti alla *forward guidance*?

Attualmente, l'indirizzo sull'andamento futuro dei tassi ufficiali recita che se le tre condizioni sull'inflazione non sono soddisfatte, i tassi di interesse di riferimento si mantengono su livelli "pari o inferiori a quelli attuali". Non ci sono motivi per modificare ora la definizione delle condizioni, anche se l'incertezza dello scenario ne ha necessariamente indebolito la forza come ancora delle aspettative sui tassi di interesse.

Il riferimento a livelli di tasso "pari o inferiori" a quelli correnti ha svolto una funzione nel passato, quando potrebbe aver contribuito ad appiattire la curva dei tassi di interesse, estendendo al ribasso lo spettro di scenari futuri possibili. Tuttavia, ora **il riferimento alla possibilità di taglio dei tassi appare anacronistico e forse anche controproducente**, considerando che i rischi dello scenario di inflazione sono già ritenuti "verso l'alto". Forse la frase potrebbe essere riformulata parlando soltanto di livelli "pari" a quelli attuali.

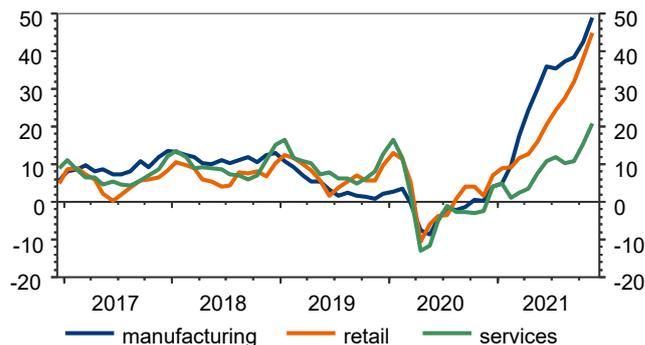
Come accennato sopra, l'aumento dell'incertezza sullo scenario ha un'altra implicazione: quella di **accorciare l'orizzonte della forward guidance**. Secondo Isabel Schnabel, "quando l'incertezza è elevata, non si dovrebbero assumere impegni troppo a lungo termine", per "essere sicuri di poter reagire a tutte le evenienze"³. L'accorciamento dell'orizzonte potrebbe essere opportuno, secondo Schnabel, anche per compensare l'insufficiente risposta macroprudenziale delle autorità nazionali⁴. Recentemente, diversi governatori di Banche centrali nazionali, la Presidente e il Vicepresidente hanno giudicato improbabili rialzi dei tassi nel 2022 ma non si sono sbilanciati sul 2023. Le implicazioni di questo approccio orientato al controllo dei rischi si estenderebbero anche alla durata di eventuali impegni sugli acquisti netti APP, che sarebbe necessariamente breve.

I future scontano mezzo punto di rialzi dei tassi entro fine 2023



Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv

Le indagini congiunturali mostrano aspettative di rialzo dei prezzi nei prossimi 3 mesi sempre più diffuse



Fonte: Commissione Europea

³ Intervista a Bloomberg del 23 novembre 2021: "when uncertainty is very high, one shouldn't enter into too long commitments, but one has to make sure that one can react to all types of contingencies".

⁴ V. "Monetary policy and financial stability", 5th Annual Conference of the ESRB, 8 December 2021.

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
---------------	-------	---------------------------------