

Macro Rapid Response

La BCE annuncia una graduale riduzione degli acquisti di titoli da gennaio 2022

16 dicembre 2021

Alla fine, la decisione di politica monetaria del 16 dicembre è stata piuttosto articolata, senza rinviare nulla di cruciale alla riunione del 2-3 febbraio 2022. La Banca Centrale Europea dà avvio a una **graduale riduzione degli acquisti di titoli** già dal gennaio 2022, annunciando un percorso di riduzione la cui durata non è fissata a priori, ma resta ancora connessa al verificarsi delle condizioni che faranno scattare il primo rialzo dei tassi. Le nuove parole d'ordine sono "flessibilità" e "discrezionalità" ("optionality"), che implicano la **possibilità di cambi di passo in base ai dati futuri**. L'annuncio è coerente con un possibile avvio del rialzo dei tassi nel corso del 2023.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

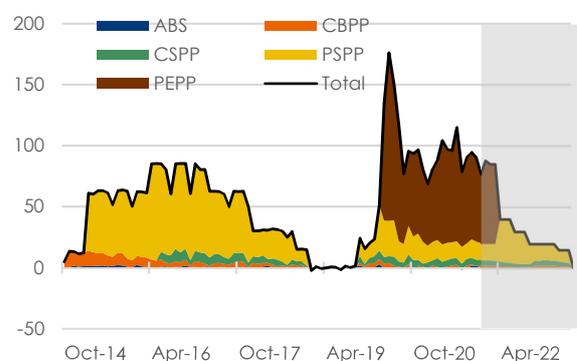
Luca Mezzomo
Economista

- **PEPP**: come atteso, **gli acquisti netti saranno sospesi dal 1° aprile 2022**. Tuttavia, come avevamo prospettato, la BCE annuncia che "se necessario per contrastare gli shock negativi legati alla pandemia, **potrebbero essere ripresi** anche gli acquisti netti". Inoltre, "in caso di rinnovata frammentazione del mercato legata alla pandemia, i reinvestimenti PEPP possono essere adeguati in modo flessibile nel tempo, nelle classi di attività e nelle giurisdizioni". La condizione per la ripresa degli acquisti netti è più severa (ci devono essere shock negativi legati alla pandemia, presumibilmente con impatto sullo scenario di inflazione), mentre la flessibilità dei reinvestimenti può essere attivata a seguito di frammentazione del mercato (ma legata alla pandemia, non ad altri fattori come instabilità politica). Infine, malgrado l'aumento dell'incertezza sullo scenario, la BCE si sbilancia fin da ora ad annunciare che **il reinvestimento delle scadenze di capitale si estenderà fino alla fine del 2024** invece che del 2023.
- **APP**: anche in questo caso, l'incertezza dello scenario non ha impedito di annunciare un piano che si estende fino alla fine del 2022, sebbene meno ampio rispetto a quanto scontato dal consenso. Gli acquisti netti sono fissati in **40 miliardi mensili fra aprile e giugno, 30 miliardi fra luglio e settembre, 20 miliardi da ottobre**. Non viene aumentata la flessibilità nella distribuzione temporale degli acquisti, e **le condizioni per la chiusura del programma sono invariate**: gli acquisti netti termineranno poco prima del primo rialzo dei tassi. Si noti che la quantificazione degli acquisti netti APP si spinge fino a ottobre, abbastanza per escludere rialzi dei tassi ufficiali nel 2022. Lo scostamento rispetto alle nostre attese implica il ritorno a un'offerta netta di titoli di stato positiva già nel 2022, sebbene per poco (62 miliardi di euro). Per il mercato dei titoli governativi italiani il saldo resta negativo per circa 20 miliardi.
- Come previsto, non ci sono annunci riguardo al programma **TLTRO**, salvo che la BCE si assicurerà che i rimborsi delle operazioni passate non compromettano la trasmissione della politica monetaria, e che le condizioni di favore sulle TLTRO III cesseranno di essere applicate da giugno 2022. Confermiamo l'aspettativa che il programma TLTRO non sarà rinnovato. Invece, la BCE annuncia che valuterà una ricalibrazione del meccanismo a due livelli per la remunerazione delle riserve.
- **Scenario macroeconomico**: la **revisione delle proiezioni di inflazione** (che questa volta viene dall'aggregazione delle stime delle banche centrali nazionali) le avvicina all'obiettivo nel biennio 2023-24 (1.8%), pur restando inferiore alla soglia, e giustifica la chiusura degli acquisti netti PEPP. La proiezione 2022 è ora molto superiore al consenso (3,2%): un valore che è coerente con una discesa graduale dei prezzi del gas naturale a inizio 2022, nelle nostre simulazioni. Nel medio termine, la BCE si attende ancora una crescita molto contenuta del CLUP (0,9% nel 2022 e 1,0% nel 2023), sebbene più alta rispetto a quanto prevedeva a settembre.
- **Prospettive**: probabilmente le condizioni per il primo rialzo dei tassi matureranno nella primavera 2023. Ipotizziamo il primo rialzo dei tassi a settembre 2023 e la sospensione degli acquisti APP a giugno 2023.

Proiezioni di inflazione in netto rialzo

| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|----------------|------|------|------|------|
| GDP | 5.1 | 4.2 | 2.9 | 1.6 |
| - previous | 5.0 | 4.6 | 2.1 | - |
| HICP | 2.6 | 3.2 | 1.8 | 1.8 |
| - previous | 2.2 | 1.7 | 1.5 | - |
| HICP ex energy | 1.5 | 2.1 | 1.9 | 1.9 |
| - previous | 1.3 | 1.5 | 1.6 | - |
| Unemployment | 7.7 | 7.3 | 6.9 | 6.6 |
| - previous | 7.9 | 7.7 | 7.3 | - |

Fonte: Banca Centrale Europea

Riduzione "passo a passo" degli acquisti netti nel 2022

Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo 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-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 15a-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 |
|---------------|-------|---------------------------------|