

Focus Area Euro**BCE: riunione interlocutoria, in attesa di lumi sull'inflazione**

Non sono da attendersi modifiche al quadro di politica monetaria, in occasione della prossima riunione della Banca Centrale Europea (3 febbraio). Non si può escludere che sia annunciato un aumento della quota di riserve in eccesso esentata dai tassi negativi.

L'annuncio di dicembre ha fissato un programma che copre quasi per intero il 2022, e che potrà essere modificato soltanto a fronte di una significativa evoluzione dello scenario macroeconomico. I dati usciti nell'ultimo mese e mezzo non sono così lontani dalle attese da poter indurre il consiglio direttivo a tornare già sui propri passi. Inoltre, per ora i mercati credono che la BCE sarà in grado di ricondurre l'inflazione al 2% con modesti rialzi dei tassi.

Riteniamo che il primo rialzo dei tassi potrebbe avvenire a metà 2023, mentre il programma APP si dovrebbe chiudere entro il marzo del prossimo anno.

Un anticipo di queste date è possibile se l'inflazione scenderà meno rapidamente nel corso del 2022, o se l'andamento dei salari inducesse a rivedere al rialzo le previsioni di inflazione.

27 gennaio 2022**Direzione Studi e Ricerche****Macroeconomic Research****Luca Mezzomo**
Economista

BCE: riunione interlocutoria, in attesa di lumi sull'inflazione

Alla riunione del 15-16 dicembre, la BCE aveva fornito indicazioni dettagliate sul percorso di riduzione dello stimolo monetario: riduzione degli acquisti netti PEPP nel trimestre in corso, sospensione degli acquisti netti PEPP dal 31 marzo, compensato in parte da un aumento da 20 a 40 miliardi degli acquisti netti mensili APP nel secondo trimestre e a 30 miliardi nel terzo trimestre. Da ottobre l'APP tornerebbe a 20 miliardi mensili. L'indirizzo sui tassi ufficiali (*forward guidance*) e sulla sospensione degli acquisti netti APP era rimasto immutato: dipenderà dal realizzarsi delle due condizioni sull'inflazione prevista e sulla dinamica sottostante dell'inflazione, con la chiusura degli acquisti netti poco prima dell'avvio del rialzo dei tassi. Il consiglio aveva poi escluso un'estensione del periodo di applicazione di condizioni speciali sulle operazioni TLTRO III, mentre aveva lasciato aperta la questione di un'eventuale revisione dei parametri per la remunerazione della riserva. Infine, la BCE aveva esteso fino al 31 dicembre 2024 il periodo di pieno reinvestimento delle scadenze di capitale PEPP. Considerando l'estensione delle decisioni di dicembre, è difficile attendersi annunci clamorosi già il 3 febbraio.

Dopo l'annuncio articolato di dicembre, la riunione di febbraio si preannuncia interlocutoria

Tre possibili scenari di "atterraggio" dell'inflazione...

In effetti, la partita sui tempi della rimozione dello stimolo si gioca intorno alla questione di quale scenario di inflazione prevarrà nel medio termine, dopo il "ciclo pandemico", e non su eventi contingenti:

1. Se i fattori strutturali non sono cambiati, l'inflazione potrebbe tornare sotto il 2%, e la BCE continuerebbe con una politica monetaria accomodante. Questo è lo scenario di base dello staff.
2. L'inflazione potrebbe invece assestarsi intorno al 2%, come i mercati sembrano attualmente scontare. In tal caso, la BCE si muoverebbe per chiudere i programmi di acquisto e riportare gradualmente i tassi verso livelli 'neutrali' (presumibilmente intorno all'1% nominale).
3. Infine, l'andamento dei salari e delle aspettative di inflazione potrebbe spingere l'inflazione significativamente e per un periodo prolungato sopra il 2%. In tal caso, la BCE dovrebbe agire per rendere restrittiva la politica monetaria.

Lo scenario BCE ufficiale prevede un'inflazione ancora sotto il 2% nel medio termine, ma l'incertezza è alta e le opinioni iniziano a divergere

Nell'ambito del comitato esecutivo, Lane sembra ancora convinto che gli scenari probabili siano il primo (quello base) e quindi il secondo (quello desiderato). Alcuni governatori di banche centrali nazionali o non escludono la terza possibilità, oppure pensano che sarà comunque opportuno un cambio di passo entro fine anno per escludere che lo scenario di inflazione persistentemente alta acquisti peso fra le aspettative (per esempio: Wunsch, Knot, Villeroy de Galhau, Holzmann).

In pratica, la scelta fra le tre opzioni dipenderà soprattutto dagli sviluppi sul fronte salariale (al di là di possibili recuperi *una tantum* di inflazione) e dalla dinamica della produttività. Al momento, la BCE prevede aumenti dei salari del 3% circa nei prossimi anni, dopo il 4% medio annuo del biennio 2021-22: poiché la produttività sta crescendo più del solito dopo il calo del 2020, l'incremento del costo del lavoro per unità di prodotto resta inferiore al 2% su tutto l'orizzonte di previsione. Tuttavia, lo scenario BCE assume una crescita della produttività più alta rispetto agli anni precedenti la crisi pandemica, ipotesi che potrebbe essere considerata troppo ottimistica (è controverso se dopo la pandemia la produttività sarà più alta, per esempio grazie alla digitalizzazione). Inoltre, non si può escludere che il 'cambio di passo' arrivi anche soltanto a fronte di una discesa dell'inflazione tendenziale inferiore alle attese nei mesi centrali del 2022.

L'esito dipende dai salari, ma anche una discesa più lenta dell'inflazione potrebbe creare il consenso per chiudere prima i programmi di acquisto

...e il nodo non può essere sciolto a breve termine

Per ora, non sono emersi elementi conclusivi a favore di una o dell'altra ipotesi. Le indagini congiunturali di dicembre e gennaio hanno confermato che l'impatto della variante Omicron sull'attività economica reale è stato modesto, sebbene coerente con una crescita bassa anche a inizio 2022. I segnali di miglioramento sul fronte delle strozzature di offerte sono continuati,

anche se il livello di stress resta molto alto. La previsione di una crescita del PIL intorno al 4% e di un ulteriore calo della disoccupazione resta più che ragionevole.

I dati di inflazione di dicembre hanno continuato a evidenziare un contributo largamente dominante dell'energia: 2,5 punti su un totale di 5% di inflazione tendenziale. I prezzi del gas naturale sono scesi dai picchi di fine 2021, pur restando sostenuti; quelli del petrolio sono rimbalzati, ma i livelli non sono ancora incompatibili con le ipotesi dello staff sui prezzi medi 2022. Il contributo dei beni industriali non energetici, marginale prima della crisi pandemica, è però salito a 0,7% e la diffusione dei rincari è ormai elevata. Né sono emerse novità sul fronte di salari e produttività che possano già sciogliere i dubbi sull'andamento dell'inflazione nel medio termine.

I movimenti dei mercati finanziari restano molto ordinati. Persistono aspettative di rialzo dei tassi a fine 2022 in contrasto con l'indirizzo fornito dalla Banca centrale, inclusi i 'falchi'¹, che però non può fare molto di più che ribadire ancora una volta il messaggio già trasmesso più volte. L'inflazione implicita nella curva continua a essere vicina al 2%, e l'aumento recente dei tassi a medio e lungo termine ha riguardato la componente reale. Lo scenario implicito nei prezzi di mercato è quasi ideale: inflazione vicina all'obiettivo BCE, e conseguita mediante rialzi dei tassi modesti fra 2022 e 2023.

Nessuna novità a febbraio

Con ogni probabilità, l'analisi economica confermerà il quadro di dicembre. Anche la valutazione dei rischi dovrebbe essere identica: simmetrica per la crescita (anche se il rischio geopolitico potrebbe essere considerato oggi più rilevante di quello connesso a Omicron), verso l'alto per l'inflazione (se la dinamica dei salari fosse maggiore rispetto a quanto anticipato o se l'economia tornasse prima alla piena capacità produttiva).

Escludiamo modifiche ai tassi ufficiali in questa occasione, e ugualmente per il resto del 2022. Ci attendiamo la piena conferma dell'indirizzo sui tassi ufficiali e sui programmi di acquisto. Lo scenario che riteniamo più probabile è che gli acquisti netti continuino fino al marzo 2023, sebbene ulteriormente ridotti da gennaio, e che il primo rialzo dei tassi ufficiali abbia luogo a giugno. Un secondo rialzo dei tassi potrebbe essere poi attuato entro la fine dell'anno.

Sviluppi sfavorevoli sul fronte dell'inflazione potrebbero creare una maggioranza a favore di una più rapida riduzione dei programmi di acquisto o, almeno, di una chiusura dell'APP entro fine 2022. In fondo, la distanza delle previsioni da uno scenario di inflazione in linea con l'obiettivo è già molto ridotto. Ciò consentirebbe di alzare i tassi già a inizio 2023.

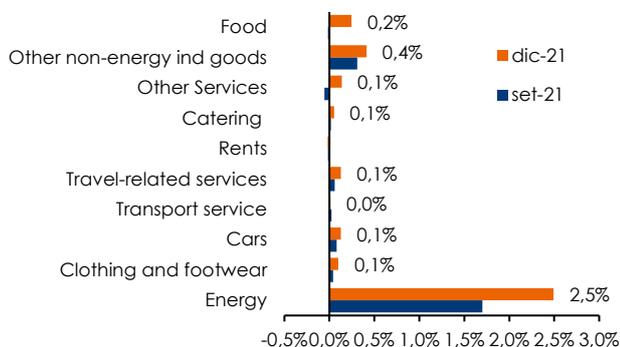
Non si può escludere che la BCE annunci già questo mese un aumento del moltiplicatore che determina la quota di eccesso di riserve esente dai tassi negativi. In dicembre era stato fatto esplicito riferimento a tale possibilità, con la giustificazione di non limitare la capacità di intermediazione delle banche in un contesto di abbondante liquidità in eccesso. La nostra previsione è che sia innalzata da 6 a 10 volte la riserva obbligatoria.

Per ora i mercati sposano lo scenario di inflazione transitoria e modesta restrizione monetaria

La BCE potrebbe forse annunciare interventi sulla remunerazione delle riserve. Per il resto: tutto invariato

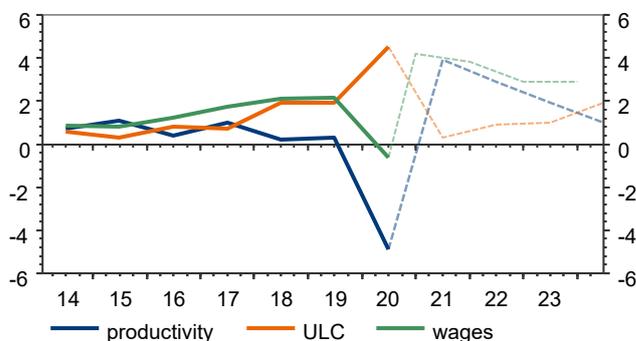
¹ Il 30 dicembre, il governatore NDB, Klaas Knot aveva dichiarato che la BCE sarà pronta ad alzare i tassi a inizio 2023 dopo aver concluso gli acquisti di titoli entro fine 2022.

Metà dell'aumento dell'inflazione rispetto a prima della pandemia è dovuto all'energia, ma cresce il contributo di altre voci



Nota: contributi alla variazione totale dell'inflazione a/a rispetto al febbraio 2020. Fonte: calcoli Intesa Sanpaolo su dati Eurostat

Nello scenario di riferimento BCE, il recupero della produttività compensa l'accelerazione dei salari nel biennio 2022-23



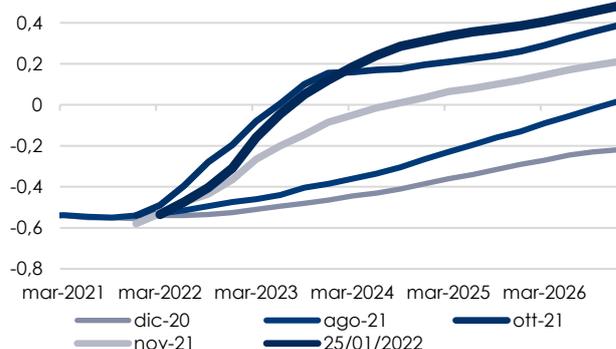
Fonte: dati Eurostat e proiezioni BCE (dicembre 2021)

I mercati credono a una stabilizzazione dell'inflazione al 2%...



Fonte: Refinitiv-Datastream

...ottenuta con rialzi dei tassi modesti, e tassi reali ancora negativi (tassi impliciti nei future Euribor 3 mesi)



Fonte: elaborazione su dati Refinitiv-Datastream

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 |
|---------------|-------|---------------------------------|