

Macro Rapid Response

Nonostante la guerra, la BCE accelera la normalizzazione

10 marzo 2022

La Banca Centrale Europea ha confermato l'accelerazione del processo di normalizzazione della politica monetaria, nonostante l'incertezza causata dall'invasione russa dell'Ucraina. Le prime valutazioni dell'impatto economico di quest'ultima appaiono molto miti, almeno nello scenario centrale di previsione. La BCE si tiene una via di fuga aperta, non impegnandosi a un dato livello di acquisti netti nel terzo trimestre (come immaginavamo) e precisando che anche l'intervallo temporale tra la fine degli acquisti e il primo rialzo dei tassi dipenderà dai dati.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Come da attese, è stata confermata la chiusura degli acquisti netti PEPP il 31 marzo. In linea con le attese anche la conferma che le condizioni speciali sulle operazioni TLTRO III scadranno a giugno. Invece, non ci si attendeva un'accelerazione nella chiusura degli acquisti netti APP, che invece c'è. Nel dettaglio:

Luca Mezzomo
Economista

1. Nel secondo trimestre, **gli acquisti netti APP vengono confermati a 40 mld mensili in aprile, ma poi saranno ridotti a 30 miliardi in maggio e a 20 miliardi in giugno.**
2. **Nel terzo trimestre, il volume di acquisti netti dipenderà dai dati.** Se questi confermeranno l'aspettativa che lo scenario di medio termine non si indebolirà dopo la fine degli acquisti netti, allora **gli acquisti netti APP saranno interrotti "nel terzo trimestre"**.

La BCE continua a sottolineare l'importanza dei reinvestimenti PEPP come potenziale strumento di stabilizzazione.

La BCE ha modificato la forward guidance sui tassi in due aspetti. Il primo è formale: la possibilità di tagli dei tassi non viene più menzionata. Il cambiamento più rilevante è che la sequenza è stata modificata segnalando che **il rialzo dei tassi avverrà "un po' di tempo dopo" la fine degli acquisti netti** – una formulazione più facilmente gestibile dal punto di vista comunicativo rispetto alla precedente, dove il tempo del rialzo dei tassi era determinato dalle condizioni e la fine degli acquisti avveniva poco prima. Inoltre, i rialzi saranno "graduali". Più volte, la presidente ha rimarcato che il tempo esatto sarà determinato dai dati, e non dal calendario. Data l'incertezza dello scenario, la nuova formulazione consente di adattare meglio il passo della normalizzazione alle circostanze.

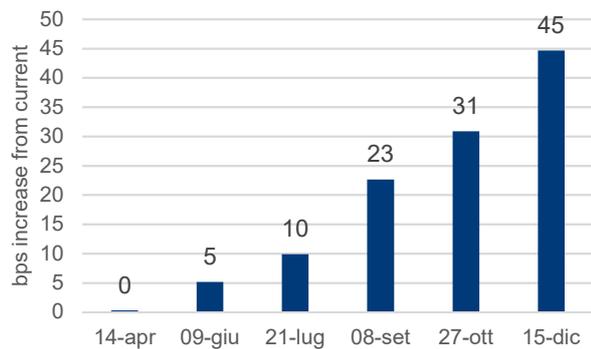
Le previsioni dello staff sul 2022 appaiono sorprendentemente ottimistiche, alla luce dei forti rincari osservati sull'energia. La crescita del PIL è prevista al 3,7% nel 2022, con un rallentamento a 2,1% nel 2023. La nostra valutazione attuale è che la crescita media annua sarà probabilmente nell'ordine del 3%, mentre ci aspettavamo una crescita di 3,8% prima della guerra. La revisione delle stime di inflazione porta la media annua prevista da BCE a 5,1% nel 2022 e 2,1% nel 2023. La previsione 2024, rivista al rialzo di un decimo, è appena inferiore al 2%. Malgrado la revisione, le nuove proiezioni di inflazione restano inferiori alle nostre su tutto l'orizzonte previsionale.

Lo staff ha pubblicato anche due scenari alternativi, uno avverso e uno severo. Nello scenario avverso, la BCE incorpora riduzioni persistenti nelle forniture di gas russo, con temporanei effetti negativi sulla produzione. In tale scenario, la crescita 2022 del Pil risulta inferiore allo scenario base di 1,2 punti mentre l'inflazione è più alta di 0,8 punti. Nello scenario severo, la BCE assume una reazione più intensa dei prezzi dell'energia e maggiori effetti finanziari: ne risulta una crescita

più bassa di 1,4 punti e un'inflazione più alta di 2 punti, oltre a una maggiore persistenza temporale degli effetti.

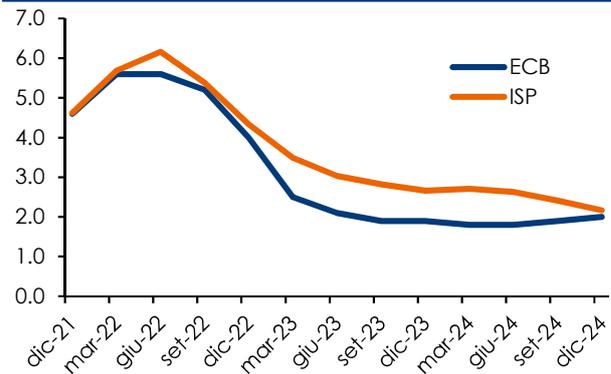
Gli annunci odierni sono coerenti con lo scenario di un primo rialzo dei tassi nel quarto trimestre 2022, come da nostra previsione centrale. I mercati sono tornati a scontare 2 rialzi dei tassi entro fine anno, il primo l'8 settembre e il secondo il 15 dicembre. Tecnicamente un rialzo a settembre non può essere escluso, ma ci sembra improbabile fuori da scenari molto benigni di impatto della crisi.

Quasi due rialzi dei tassi ufficiali BCE scontati dai mercati, dopo la comunicazione odierna



Fonte: Refinitiv

Le nuove proiezioni di inflazione BCE a confronto con le nostre



Fonte: BCE e previsioni Intesa Sanpaolo

Revisione delle previsioni BCE

	Marzo 2022			Dicembre 2021		
	2022	2023	2024	2022	2023	2024
PIL	3.7	2.8	1.6	4.2	2.9	1.6
IPCA	5.1	2.1	1.9	3.2	1.8	1.8
IPCA (escl. energia, alim.)	2.6	1.8	1.9	1.9	1.7	1.8

Fonte: Banca Centrale Europea, Macroeconomic Projections.

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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

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

International Economics

Economista - Asia ex Giappone

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