

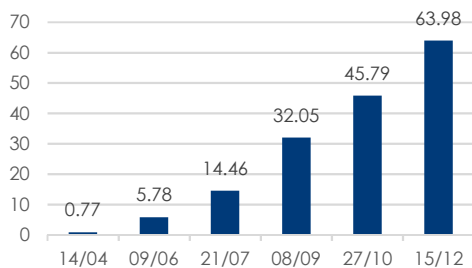
Macro Rapid Response

BCE: conferma del percorso di normalizzazione o nuovo cambio di passo?

Il resoconto della riunione di marzo mostra un crescente allarme per il rischio che l'inflazione sfugga al controllo, e molta preoccupazione per l'incertezza dello scenario. Alla riunione di politica monetaria del 14 aprile, il consiglio direttivo BCE dovrà decidere se confermare il percorso di uscita ritoccato poco più di un mese fa, o se annunciare una nuova accelerazione, come i mercati si attendono.

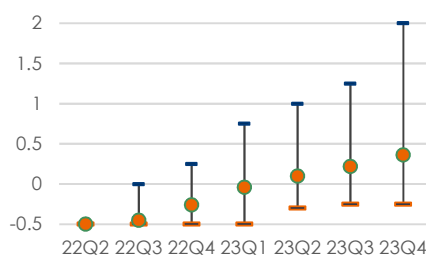
Quanto vicino è il primo rialzo dei tassi BCE? **Il mercato degli OIS attribuisce a un rialzo di 25 punti base in luglio una probabilità di poco superiore al 50%, mentre la probabilità sale al 100% pieno in settembre.** Tale scansione temporale richiederebbe di chiudere i programmi di acquisti a giugno. Entro fine anno, il mercato si attende che la BCE abbia riportato i tassi ufficiali in territorio positivo. Il consenso degli analisti (ad esempio, quello risultante dall'ultimo sondaggio Reuters) è molto più cauto: la maggioranza si attende un unico rialzo dei tassi nel quarto trimestre, con il ritorno dei tassi a zero nel primo trimestre 2023.

La curva OIS sconta fra 2 e tre rialzi dei tassi BCE nel 2022, con la prima mossa a luglio...



Fonte: Refinitiv

...mentre, in maggioranza, gli analisti propendono ancora per un solo rialzo nel quarto trimestre



Fonte: Reuters pre-meeting poll. Nota: il punto indica la previsione media, la linea la distribuzione minimo-massimo.

Alla riunione di marzo, "un gran numero di membri riteneva che l'attuale alto livello di inflazione e la sua persistenza richiedessero ulteriori passi immediati verso la normalizzazione della politica monetaria", ed era stato sottolineato che "l'evoluzione dello scenario di inflazione da dicembre [...] imponeva di agire con fiducia e senza indebite esitazioni."¹. **Alcuni governatori di banche centrali nazionali** (Holzmann, Vasle, Knot) **si sono espressi abbastanza chiaramente a favore di una conferma di un percorso di uscita dai tassi negativi tutto compreso entro l'inizio del 2023.** Secondo Nagel della Bundesbank, inoltre, il primo rialzo dei tassi non è lontano. I membri del comitato esecutivo sono stati generalmente più vaghi nell'esprimere orientamenti. Il 2 aprile, [Schnabel](#) ha detto che il corso di azione più appropriato per la politica monetaria è quello di continuare il processo di normalizzazione avviato nel dicembre 2021, lasciando alla politica fiscale il compito di attenuare l'impatto della guerra sulla domanda interna. Secondo Schnabel, la transizione energetica e la ripresa della crescita salariale nei prossimi anni sosterranno l'inflazione, attenuando il calo dovuto alla stabilizzazione dei prezzi energetici.

Considerando il livello di allarme che trapela dal resoconto della riunione di politica monetaria di marzo, è improbabile che la BCE attenda fino a dicembre per alzare i tassi. Lo **scenario che più coerente con l'indirizzo fin qui espresso**, con le dichiarazioni dei banchieri centrali e con il

¹ V. ECB, [Account of the monetary policy meeting, 9-10 March 2022](#).

7 aprile 2022

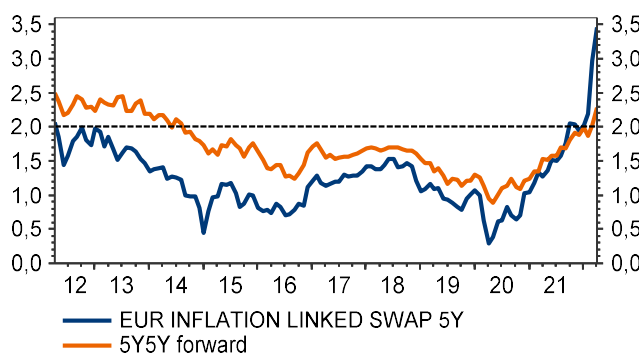
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

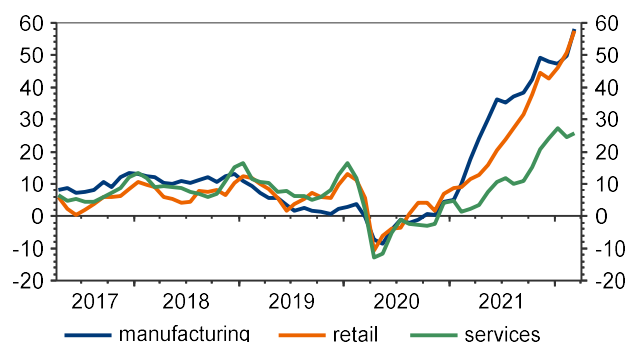
portafoglio di scenari presentato dalla BCE in marzo, è che il **9 giugno**, sulla base di una nuova revisione dello scenario previsionale, **la BCE annunci che gli acquisti netti APP saranno fermati dalla fine di luglio** e che poi effettui un **primo rialzo dei tassi l'8 settembre**. Un secondo rialzo potrebbe poi arrivare il 27 ottobre, per riportare i tassi in territorio positivo. Tale scansione temporale sarebbe perfettamente coerente con l'indirizzo comunicato il 10 marzo.

L'inflazione implicita a 5 anni fra 5 anni è tornata sui livelli del 2012-13



Fonte: Refinitiv

Le aspettative di rialzo dei prezzi diventano ancora più diffuse



Fonte: Commissione Europea

Ma la BCE potrebbe essere tentata di stringere ancora di più i tempi della normalizzazione a causa degli sviluppi sul fronte di salari e prezzi. Primo, le **aspettative** dei mercati sull'inflazione di lungo termine (a cinque anni fra cinque anni) sono salite a 2,4-2,5%, segnalando maggiore incertezza riguardo alla capacità della BCE di mantenere l'aumento dei prezzi in linea con l'obiettivo del 2%. Anche le stime di consenso sono salite, sia nel lungo termine sia nel medio termine, mostrando che una parte dei previsori si attende che l'inflazione resti sopra l'obiettivo relativamente a lungo – almeno fino al 2023. Un aumento ancora più marcato si sta verificando fra i consumatori, che hanno iniziato a osservare i rincari di carburanti, elettricità, gas e generi alimentari. Quest'ultimo aspetto potrebbe portare presto o tardi a un'accelerazione dei salari, iniziando dai comparti dove la domanda è più dinamica. Aggiungendo a tale quadro l'aumento dei salari minimi in Germania, i segnali di maggiore diffusione delle indicizzazioni in Spagna² e un aumento delle offerte di lavoro non coperte, non si può escludere che il baricentro del consiglio si sposti a favore di una normalizzazione più rapida. Già durante la riunione di marzo, molti ritenevano che il lungo periodo di inflazione elevata rendeva più probabile osservare effetti di seconda battuta, e che la reazione potrebbe essere non lineare (cioè tardiva, ma molto forte). **Se prevalesse la preoccupazione di riportare sotto controllo le aspettative di inflazione, la BCE potrebbe optare per una mossa a sorpresa:** preannunciare fin da subito la chiusura del programma di acquisti APP dal 30 giugno, in modo da essere pronta ad alzare i tassi a partire dalla riunione del 21 luglio e consentire anche più di due rialzi prima della fine dell'anno.

D'altro canto, il rialzo dei prezzi dell'energia non ha ancora del tutto dispiegato i suoi effetti negativi sulla domanda interna e persiste il rischio di una contrazione più drastica del previsto nel caso di estensione delle sanzioni a petrolio e, soprattutto, gas. **Il principale argomento contro l'accelerazione è che il 14 aprile, la BCE non avrà le informazioni necessarie per valutare la direzione dello scenario.** Impegnarsi subito a chiudere l'APP il 30 giugno comporterebbe nel peggiore dei casi il rischio di dover annunciare una nuova marcia indietro qualora gli sviluppi connessi alla guerra si rivelassero molto negativi; nel migliore dei casi, di dover attendere comunque diversi mesi prima di alzare i tassi ufficiali. Un altro aspetto spiacevole è che la BCE si

² V. Banco de Espana, [Proyecciones macroeconómicas de la economía española \(2022-2024\)](#), p. 37.

troverebbe per la seconda volta di fila a modificare il suo indirizzo di politica monetaria, che così perderebbe ulteriormente credibilità – ma ciò conterebbe poco se ci fosse certezza riguardo alla direzione futura dell'inflazione.

Se optasse per il secondo approccio, più aggressivo, la BCE dovrebbe probabilmente annunciare la nuova accelerazione già il 14 aprile, senza il supporto fornito da una revisione formale dello scenario. La forma potrebbe essere quella adottata in occasione del "cambio di passo" di febbraio: nessuna modifica alla dichiarazione di politica monetaria, e uso della conferenza stampa per preparare i mercati alla possibile accelerazione.

Riguardo allo scenario di medio termine, è possibile che la BCE sia poi piuttosto rapida a portare i tassi verso livelli 'neutrali'. Ciò significherebbe arrivare a 1,25-1,5% di tasso *depo* entro fine 2023. Tuttavia, non è pensabile che questo aspetto possa entrare nella *guidance* in un periodo in cui l'incertezza è così alta e la banca centrale sottolinea la necessità di reagire ai dati in modo flessibile. Se la distruzione della domanda causata dall'erosione del potere d'acquisto diverrà più marcata, potrebbe non essere necessaria molta restrizione monetaria per far calare l'inflazione.

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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

Silvia Guizzo

62109

silvia.guizzo@intesasnpaolo.com