

Focus Area Euro

La BCE si appresta a formalizzare la fine degli acquisti netti APP

1 giugno 2022

In sintesi:

- A giugno, la BCE dovrà effettuare una nuova drastica revisione delle proiezioni macroeconomiche: riteniamo che la previsione di crescita 2022 calerà sotto il 3%, mentre la previsione di inflazione dovrebbe salire verso il 7%. Probabilmente, l'inflazione sarà prevista ben sopra il 2% anche nel 2023.
- La dichiarazione di politica monetaria segnalerà che le condizioni per avviare il rialzo dei tassi sono ormai soddisfatte. Quindi, sarà annunciata la fine degli acquisti netti APP il 1° luglio, che spianerà la strada a un primo rialzo dei tassi ufficiali il 21 luglio. Escludiamo la possibilità di un rialzo immediato dei tassi ufficiali.
- Riteniamo che in luglio la dimensione del rialzo sarà di 25 punti base, ma l'evidente aumento delle pressioni inflazionistiche, superiore alle attese, renderà inevitabile un dibattito sull'opportunità di procedere a una mossa più ampia. La gradualità dovrebbe essere ancora giustificabile sulla base dell'incertezza dello scenario.
- Il posizionamento dei mercati, che scontano da 50 a 75pb di rialzo entro fine settembre, sembra riflettere adeguatamente le possibilità di azione della BCE. L'aumento delle aspettative per i mesi successivi riflette un rischio concreto che la BCE debba accelerare la normalizzazione della politica monetaria.
- I mercati scontano un tasso terminale di 1,5%, raggiunto nel secondo semestre 2023. Non ci sono motivi per cui la BCE dovrebbe segnalare intenzioni diverse, in questa fase così preliminare e con il consiglio così diviso sui passi futuri.
- Non ci attendiamo misure immediate contro il rischio di frammentazione. In aprile e maggio il portafoglio PEPP è aumentato di qualche miliardo, ma probabilmente ciò riflette fattori tecnici piuttosto che un esempio di "flessibilità" dei reinvestimenti finalizzato a contrastare la frammentazione.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Il 9 giugno la BCE annuncerà la fine degli acquisti netti APP

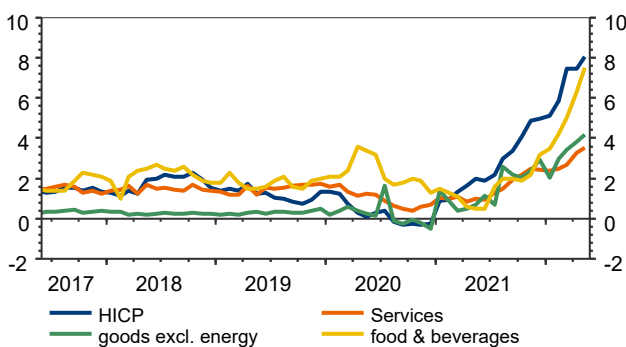
La normalizzazione della politica monetaria nell'Eurozona potrebbe subire una nuova accelerazione nei prossimi mesi. Lo stato attuale dell'indirizzo sui tassi (forward guidance) è stato definito dal contributo della presidente [Lagarde](#) al blog della banca centrale il 23 maggio: gli acquisti netti saranno probabilmente sospesi all'inizio del terzo trimestre (inizio luglio) e i tassi inizieranno ad essere alzati il 21 luglio. I tassi ufficiali non saranno più negativi alla fine del terzo trimestre. Come indicato in altre esternazioni dalla stessa Lagarde, i tassi potrebbero anche tornare positivi entro la fine del trimestre: in pratica, resta da stabilire se saliranno di 50 o 75 punti base complessivi fra il 21 luglio e l'8 settembre.

Alla riunione del 9 giugno, il consiglio formalizzerà questo piano d'azione di breve termine. Con ogni probabilità, il comunicato avviserà che le condizioni per avviare il rialzo dei tassi sono del tutto soddisfatte, annuncerà che gli acquisti netti APP saranno sospesi dopo il 1° luglio e confermerà che alla successiva riunione i tassi saranno alzati. Probabilmente, invece, non saranno fatti annunci né sul programma TLTRO, né sulla remunerazione delle riserve.

I dati recenti spingono per una normalizzazione più rapida

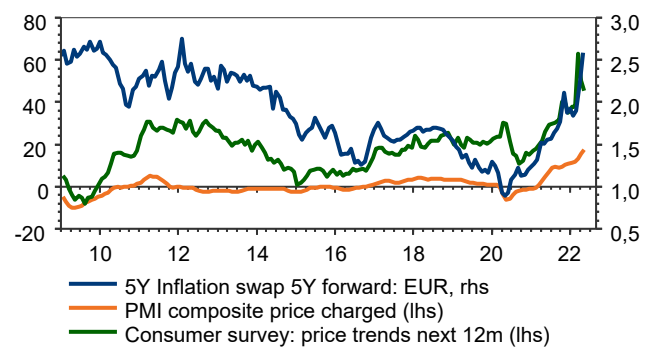
I dati usciti negli ultimi mesi hanno mostrato una forte diffusione delle pressioni inflazionistiche attivate dai rincari delle materie prime, soprattutto energetiche. L'inflazione tendenziale è balzata in maggio all'8,1% a/a, molto più di quanto ci attendessimo. L'aumento dei prezzi è elevatissimo per energia (39,2%) ed alimentari (7,5%), ma è sostenuto e in accelerazione anche per i beni industriali non energetici (4,2%) e i servizi (3,5%). Siamo effettivamente nel pieno dell'onda di trasmissione dei rincari, che (anche in assenza di altri shock) potrebbe non vedere il picco prima di qualche mese. **La BCE sarà obbligata a rivedere ancora una volta drasticamente al rialzo le proiezioni di inflazione:** in marzo la media 2022 era prevista a 5,1%, mentre oggi il livello che a noi pare più plausibile si colloca intorno al 7%. Anche nel 2023 è probabile che l'inflazione resti ben sopra il 2%. Inoltre, tutte le misure di aspettative di inflazione sono salite, togliendo ogni giustificazione al mantenimento di una politica monetaria espansiva, e sono emersi i primi segnali di accelerazione dei salari in scia al decollo dei tassi di inflazione.

Crescita dei prezzi sostenuta anche per servizi e beni non energetici



Fonte: Eurostat

Le aspettative di inflazione non accennano ancora a scendere



Fonte: Commissione Europea, S&P Markit e Refinitiv

La diffusione delle pressioni inflazionistiche è favorita dalla tenuta della domanda a fronte dello shock energetico. Le indagini congiunturali mostrano un rallentamento della domanda nel manifatturiero, ma la presenza di ordini inevasi implica che la riduzione dell'attività produttiva è nel complesso modesta. Allo stesso tempo, la domanda rimane robusta nei servizi e nelle costruzioni. **La BCE dovrà tagliare le sue proiezioni di crescita rispetto a marzo, ma il range costituito dagli scenari "avverso" (2,5%) e "severo" (2,3%) resta ragionevole:** la nostra attuale stima è pari a 2,8%. Nell'ipotesi di sospensione delle forniture russe di gas, secondo noi la crescita

Il 9 giugno la BCE annuncerà la fine degli acquisti netti e dichiarerà l'intenzione di alzare i tassi il 21 luglio

Le pressioni inflazionistiche si sono intensificate ancora, superando largamente le previsioni

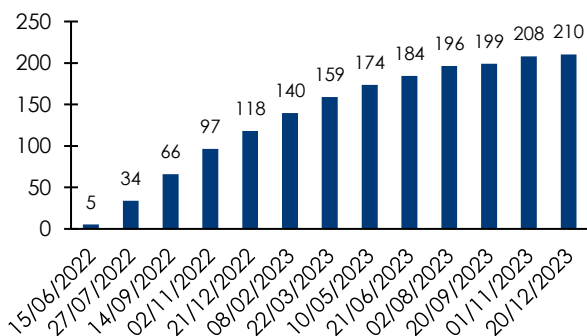
L'attività economica reale tiene meglio del previsto

sarebbe molto più bassa di quanto previsto nello scenario "severo" BCE, ma tale ipotesi appare ancora meno probabile che a marzo.

Gradualità o aggiustamento rapido?

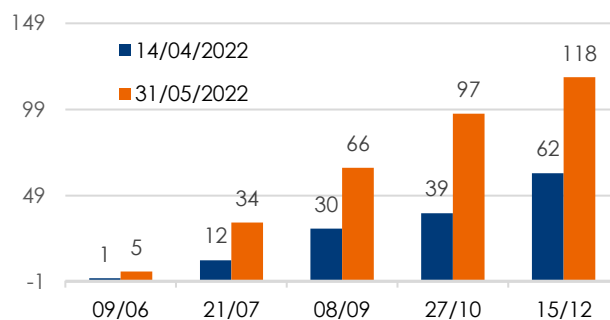
Le parole d'ordine della BCE in questo periodo sono "opzionalità" (cioè prontezza ad adeguare la politica monetaria ai dati) e gradualità (ritenuta la strategia corretta in condizioni di incertezza). Gradualità significa che tendenzialmente la BCE si muoverà a passi di 25pb a luglio e settembre, come ha dichiarato Lane in un'intervista del 25 maggio, a meno che non vi siano argomenti convincenti per imporre una velocità più elevata. Lo stesso Lane ha comunque ammesso che vi sarà una discussione in merito all'opportunità di alzare i tassi ufficiali di 50pb, dato che diversi governatori vorrebbero una reazione più veloce. Fra i governatori delle banche centrali nazionali (BCN), alcuni si sono espressi chiaramente a favore di un rialzo secco di 50pb a luglio (Holzmann, Kazaks, Knot) e altri non sarebbero contrari (Nagel, Kazimir); tuttavia, alcuni (Panetta, Visco, de Cos, Lane) hanno sostenuto l'opportunità di un approccio graduale.

I mercati scontano fra 50 e 75pb di rialzo fra luglio e settembre, e un punto di arrivo di 1,5% per il DFR



Fonte: Refinitiv. Dati del 1 giugno

Le attese di rialzo dei tassi impliciti nella curva OIS sono salite nettamente da aprile a oggi



Fonte: nostre elaborazioni su dati Refinitiv

Una mossa secca di 50pb potrebbe ridurre la volatilità dei tassi a breve termine, se non si trattasse dell'inizio di un processo, ma di un aggiustamento una tantum del livello dei tassi per rimuovere l'anomalia dei tassi negativi. In realtà, la BCE dice che si appresta a iniziare una fase di normalizzazione che (almeno per alcuni membri del consiglio direttivo come Villeroy de Galhau e de Cos) ha come possibile punto di arrivo un livello dei tassi reali a breve termine fra -1% e 0. Quindi, la scelta fra 25 e 50pb sarà basata piuttosto sull'opportunità di rimuovere più o meno rapidamente lo stimolo monetario, in base al livello di pressioni inflazionistiche. Perciò, un rialzo di 50pb potrebbe essere preso piuttosto come un segnale che la normalizzazione sarà più rapida e/o che il punto di arrivo sarà più alto, portando quindi a maggiore volatilità delle aspettative sui tassi. Come segnalato sopra, **i dati sembrano ormai consigliare un'accelerazione**, ma **l'incertezza molto elevata** e la **sovraposizione con la fine degli acquisti netti** potrebbe invece rendere opportuno **attendere la riunione di settembre per valutare un nuovo cambio di passo**. Per allora, dovrebbe esserci più visibilità sui rinnovi salariali (una compensazione una tantum dell'erosione del potere di acquisto avrebbe implicazioni più favorevoli rispetto a incrementi strutturali), sulla risposta della domanda aggregata agli shock (che non è ancora pienamente visibile), e sulla restrizione più o meno ordinata delle condizioni finanziarie complessive. **I rialzi complessivamente operati fra luglio e dicembre potrebbero variare da 75 a 125 punti base a seconda di come si evolveranno tali fattori.**

Riguardo all'estensione della fase di aumento dei tassi, i mercati scontano attualmente un punto terminale di 1,50-1,75% circa per il tasso sui depositi (DFR), che sarebbe conseguito nel secondo semestre 2023. Nella ECB Survey of Monetary Analysts di aprile, la proiezione mediana degli analisti era di 1,0%, ma presumibilmente il sondaggio realizzato a fine maggio (che sarà

Ci attendiamo in totale 50pb di rialzo fra luglio e settembre a causa del fattore incertezza

Per ora ipotizziamo un punto di arrivo a 1,50% per il DFR

pubblicato soltanto dopo la riunione di politica monetaria) ha registrato un innalzamento delle previsioni di almeno 25pb. **Ci attendiamo che la normalizzazione si concluda con un DFR di 1,50%**, perché nel nostro scenario centrale la domanda interna rallenta per un complesso di fattori interni ed esterni, e lo shock energetico in parte rientra nel 2023. Tuttavia, l'incertezza riguardo a tale livello è molto elevata.

Tensioni sui premi per il rischio e politica monetaria: le carte della BCE restano tutte coperte

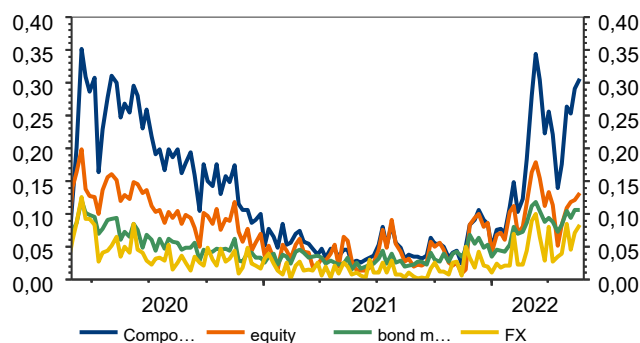
Un ulteriore elemento di incertezza che potrebbe disturbare la normalizzazione della politica monetaria sono le tensioni finanziarie. L'indice composito di stress finanziario sistemico (CISS) è su livelli simili a quelli del marzo 2020 e i premi per il rischio sul debito corporate sono anch'essi saliti ai livelli della primavera 2020. Per ora, i segnali di restrizione delle condizioni creditizie sono modesti e i tassi reali a lungo termine restano negativi, anche quando deflazionati con l'inflazione implicita. Tuttavia, il rischio di frammentazione è aumentato: lo spread BTP-Bund si è assestato sui 190-200pb, anche questi livelli che non si vedevano dal 2020. Un eccessivo allargamento dei differenziali sovrani nell'area dell'euro potrebbe creare disomogeneità nella trasmissione della politica monetaria, portando a una maggiore restrizione delle condizioni finanziarie nei paesi "periferici" a più alto debito.

Difficile che tali tensioni possano bloccare i rialzi dei tassi: se opportuno, saranno contrastate con strumenti ad hoc. La BCE ha dichiarato che potrebbe usare i reinvestimenti delle scadenze PEPP per contrastare allargamenti eccessivi dei differenziali, e ha prospettato, se necessario, l'introduzione di nuovi strumenti. Può darsi che qualcosa stia già accadendo sul fronte PEPP, anche se su piccola scala: il portafoglio è cresciuto di 4,8 miliardi in aprile e maggio, dopo la fine degli acquisti netti. Tuttavia, potrebbe semplicemente riflettere fattori tecnici, invece che un uso della flessibilità a fini di stabilizzazione. D'altro canto, è ragionevole che la soglia di intervento sia oggi molto più alta che nel 2020, quando la priorità era contrastare la recessione. Inoltre, la BCE deve separare l'allargamento giustificato dai fondamentali o da fattori endogeni al paese (per esempio, politiche economiche insostenibili) da quello connesso a crisi di fiducia.

Le misure di stress finanziario sono in aumento per fattori globali ed endogeni...

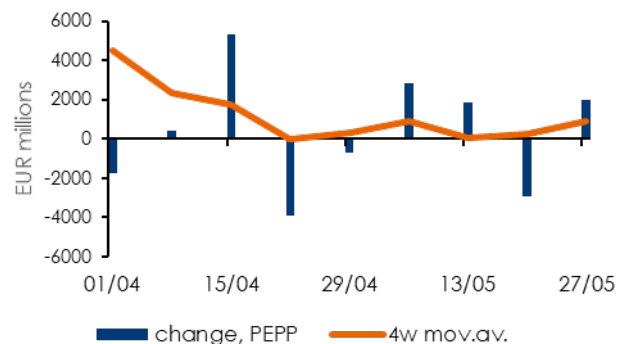
...ma non fermeranno la normalizzazione. Se necessario, la frammentazione sarà contrastata con altri strumenti

Salgono le misure BCE di stress finanziario



Fonte: BCE

Il portafoglio PEPP è cresciuto marginalmente in aprile e maggio



Fonte: elaborazione 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 S.p.A.-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 S.p.A. 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 Research Network

Economista - Asia ex Giappone

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