

Macro Rapid Response

La BCE inizia ad agire contro l'instabilità finanziaria

Parte la flessibilità dei reinvestimenti PEPP, ma il silenzio sui dettagli operativi è assordante. Annunciarlo già la scorsa settimana in via precauzionale sarebbe stato meglio per tutti. La BCE comunica anche che saranno accelerati i lavori sul nuovo meccanismo anti-frammentazione: anche in questo caso, però, nessun dettaglio è stato comunicato. A guardare il bicchiere mezzo pieno, qualcosa almeno si muove, e questo potrebbe rendere più cauti i mercati.

Lo aveva preannunciato ieri Isabel Schnabel nel suo [discorso all'Università Panthéon-Sorbonne](#): **la BCE ha fatto partire oggi il primo piano di emergenza contro la "frammentazione" finanziaria, sbloccando la flessibilità dei reinvestimenti PEPP**, come segnalato nel [comunicato stampa](#) emesso dopo una riunione straordinaria del consiglio direttivo. La misura è giustificata dalla necessità di garantire la funzionalità del meccanismo di trasmissione della politica monetaria.

Purtroppo, **il comunicato non fornisce alcuna indicazione riguardo ai limiti operativi dell'operazione**: ci vorrà tempo per valutare se si tratta di finzione o realtà, e ciò va a detrimento della credibilità complessiva dell'annuncio.

Entrando nel campo delle **congetture**, il fatto che la flessibilità riguardi anche l'allocazione fra giurisdizioni, oltre che quella temporale, farebbe pensare che sia ipotizzabile un assetto nel quale, **per brevi periodi di tempo: (1) il portafoglio PEPP può crescere come se gli acquisti netti non fossero stati del tutto sospesi; (2) le deviazioni dall'allocazione normale essere consistenti**.

Non c'è neppure alcun riferimento a particolare vincoli di scadenza. A tale riguardo, concentrare gli acquisti su scadenze brevi faciliterebbe il ribilanciamento e, garantendo una finestra di rifinanziamento a tassi favorevoli ai paesi in difficoltà, potrebbe indirettamente abbassare tutta la struttura dei premi per il rischio. Lo svantaggio, però, è che potrebbe richiedere maggiori volumi e richiedere più tempo per sortire effetto. Nel breve termine, però, tale scelta potrebbe essere inefficace a ridurre le turbolenze. Se le BCN autorizzate ad acquistare oltre il volume delle proprie scadenze saranno attive su tutta la curva, e se i volumi saranno ingenti, il futuro ribilanciamento potrebbe essere più complicato, o richiedere un orizzonte più lungo.

Nello stesso comunicato, **la BCE dichiara di aver dato mandato ai comitati e ai servizi della BCE di accelerare il completamento di un nuovo meccanismo anti-frammentazione** da proporre al consiglio direttivo. Come ha dichiarato Knot, tale meccanismo sarebbe attivato qualora i reinvestimenti PEPP si dimostrassero insufficienti. Anche in questo caso, **manca qualunque indicazione riguardo alle opzioni che vengono esplorate**.

Qualche congettura sul nuovo meccanismo:

- Poiché è iniziata una rimozione dello stimolo monetario, **lo strumento deve evitare di interferire con la trasmissione dei prossimi rialzi dei tassi alla curva risk-free**. Ciò esclude programmi di acquisto universali come l'APP: gli interventi devono agire sui differenziali, e quindi essere *country-specific*.
- In questa fase serve un sostegno alla liquidità, non un piano di salvataggio: nessun paese ha perso l'accesso ai mercati o è vicino a perderlo. Inoltre, i fondamentali di medio e lungo periodo sono migliorati. Questo aspetto dovrebbe consentire di **evitare una sovrastruttura di condizionalità pesante**, come invece è avvenuto per altri strumenti in passato (per esempio,

15 giugno 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

le OMT¹). Serviranno però ugualmente delle garanzie contro il rischio di *moral hazard* da parte dei governi. Queste potrebbero venire forse da un legame con il rispetto delle raccomandazioni del semestre europeo e dal confinamento degli acquisti a scadenze brevi della curva, come per le OMT. Questa strada implica che un paese potrebbe dover far richiesta di accedere alla *facility*.

Il punto è che **la BCE ha sottovalutato la complessità della transizione da un regime in cui i suoi acquisti facevano il mercato, a un assetto normale in cui sono gli operatori privati a determinare di nuovo i prezzi** – e in un contesto così incerto che neppure la BCE è più in grado di fornire un indirizzo stabile sulla politica monetaria e, di fatto, tale indirizzo si adatta alle aspettative dei mercati. Quello che è stato annunciato oggi poteva tranquillamente essere comunicato giovedì scorso, se non addirittura in aprile, in via preventiva. Ciò avrebbe evitato picchi di volatilità potenzialmente deleteri anche per la *qualità* dei flussi di investimento, perché favoriscono il trading rispetto alle strategie *buy-and-hold*.

La mancanza di dettagli va a detrimento della credibilità, come detto. Possiamo però sperare che, vedendo il pachiderma muoversi davvero dopo tanti brontolii senza conseguenze, gli operatori siano ora più cauti nello scommettere in un allargamento degli spread, e che entro il 21 luglio la BCE abbia un meccanismo di salvaguardia pronto da attivare. La reazione di mercato, positiva all'annuncio della riunione straordinaria, ha retto anche dopo la diffusione del comunicato.

¹ Le OMT hanno come preconditione l'erogazione di supporto da parte dell'ESM, anche in forma di programma precauzionale, e il ripristino dell'accesso al mercato. Gli acquisti BCE si concentrano sulle scadenze 1-3 anni.

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.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 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@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
---------------	-------	---------------------------------