

Focus Area Euro

BCE: l'attenzione sarà più sullo strumento di stabilizzazione che sul rialzo dei tassi

Il primo rialzo dei tassi ufficiali dopo 11 anni potrebbe non essere più l'elemento cruciale della prossima riunione di politica monetaria BCE. Ora i mercati vogliono piuttosto capire se la Banca centrale ha raggiunto un'intesa sui dettagli del nuovo strumento di stabilizzazione.

- Giovedì 21 luglio la Banca Centrale Europea attuerà il primo di una serie di rialzi dei tassi ufficiali attesi nei prossimi mesi. La dimensione è già stata annunciata: 25 punti base. Si tratta del primo rialzo dei tassi dal 2011.
- All'intervento di luglio ne seguirà un secondo a settembre, che potrebbe essere di 50 punti base – a meno che qualche evento non porti lo staff a rivedere drasticamente le proiezioni di inflazione per il 2024. L'incertezza di scenario, in effetti, è molto alta. Tuttavia, è probabile che la normalizzazione prosegua anche in caso di aggravamento della crisi energetica.
- Non ci attendiamo annunci sui reinvestimenti APP, che però potrebbero arrivare a fine anno.
- Una modifica alle condizioni del programma TLTRO finalizzata a renderlo meno conveniente è possibile, ma rischiosa fino a quando il meccanismo di stabilizzazione non sarà operativo.
- Riguardo a quest'ultimo, ci sono forti aspettative che ne vengano svelati i dettagli operativi. In caso contrario, bisogna attendersi riflessi sulla volatilità dei mercati – già perturbati dall'incertezza dello scenario.

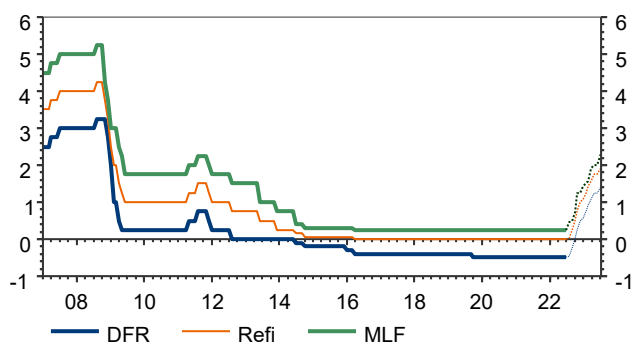
15 luglio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

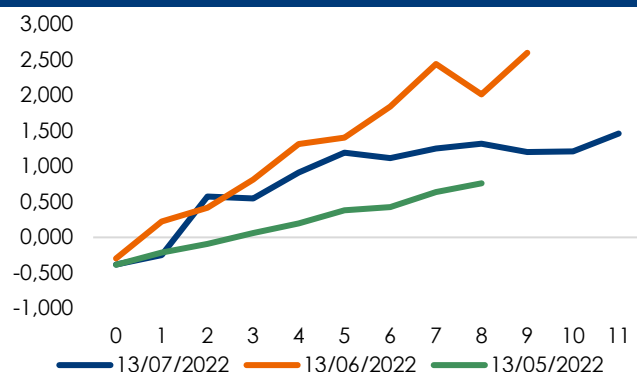
Luca Mezzomo
Economista

I tassi ufficiali BCE tornano a muoversi dopo 11 anni



Fonte: Refinitiv-Datastream, BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

Il mercato OIS ora si attende meno rialzi dei tassi che un mese fa



Nota: Tassi a 1 mese impliciti nella curva. Fonte: elaborazioni su dati Refinitiv-Datastream

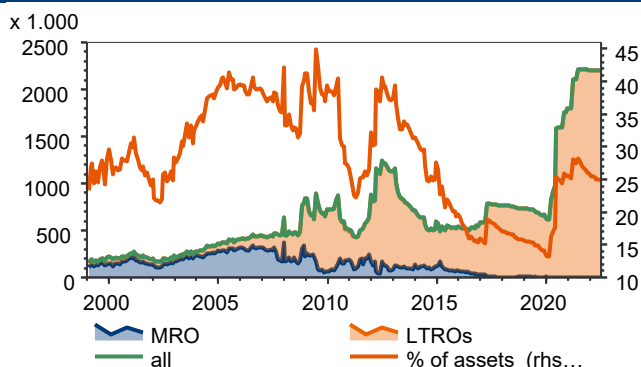
La fase di rialzo dei tassi ufficiali BCE partirà con una mossa di 25pb

Giovedì 21 luglio la BCE dovrebbe annunciare il primo rialzo dei tassi ufficiali dal 2011. Sarà una mossa di 25 punti base, come segnalato in occasione della riunione di politica monetaria del 9 giugno, e dovrebbero essere alzati nella stessa misura tutti e tre i tassi di riferimento (DFR, tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento e tasso di rifinanziamento marginale).

Non riteniamo che vi saranno annunci relativi ai programmi di acquisto. Per quanto riguarda la futura riduzione del portafoglio di titoli acquistati con APP e PEPP, per ora la BCE sta dicendo che i reinvestimenti delle scadenze continueranno "per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE e, in ogni caso, finché sarà necessario per mantenere condizioni di abbondante liquidità e un orientamento adeguato di politica monetaria". Invece, i reinvestimenti delle scadenze PEPP dovrebbero continuare fino al dicembre 2024. Con il rialzo dei tassi in corso, arriverà il momento di essere più precisi riguardo a quando la fase di normalizzazione potrà essere rafforzata anche da una "restrizione quantitativa" basata sulla riduzione del portafoglio di titoli. Altre banche centrali (Federal Reserve, Bank of Canada) hanno avviato la riduzione del portafoglio di titoli molto presto dopo il primo rialzo dei tassi. La Bank of England ha associato il raggiungimento di uno specifico livello dei tassi ufficiali (1%) alla possibilità di avviare un programma di vendite di titoli di stato, le cui modalità potrebbero essere chiarite alla riunione di agosto.

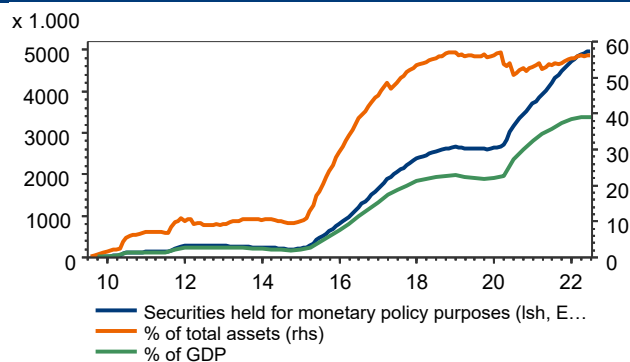
Per quanto concerne i programmi di rifinanziamento a lungo termine, in questo momento il problema della BCE non è tanto quello di monitorare gli effetti di un intenso flusso di rimborsi anticipati di fondi TLTRO (che il rialzo dei tassi ha reso inopportuno per le banche), quanto quello di gestire il rischio reputazionale legato alle opportunità di arbitraggio che il programma offre al sistema bancario in una fase di rialzo dei tassi. Nelle scorse settimane il tema è venuto alla ribalta a seguito di un articolo del FT che prospettava possibili modifiche alle condizioni del programma. Una possibilità è che il tasso applicato sul periodo residuo sia modificato per legarlo al tasso sui depositi corrente. Il tema non era stato discusso alla riunione di politica monetaria del 9 giugno e presenta risvolti delicati in un contesto di maggiore dispersione dei premi per il rischio sovrano all'interno dell'area. Un intervento sulle condizioni del programma TLTRO III per ridurre le opportunità di arbitraggio sarà più probabile dopo l'introduzione del nuovo meccanismo contro la frammentazione finanziaria (v. sotto).

A causa del mutamento nelle attese sui tassi, il volume del rifinanziamento MRO/LTRO non scende come atteso



Fonte: elaborazioni su dati BCE

Il portafoglio BCE di titoli si sta stabilizzando in % del PIL



Fonte: elaborazioni su dati BCE, Eurostat e previsioni Intesa Sanpaolo

L'indirizzo sui tassi sarà preciso soltanto per la prossima riunione

In giugno, la BCE aveva annunciato un rialzo di tassi di 25 punti base a luglio e di 50 punti base a settembre (che potrebbero scendere a 25pb se le proiezioni di inflazione a medio termine

La BCE si appresta ad alzare i 3 tassi ufficiali di 25 punti base, giovedì prossimo

Non ci saranno novità sul fronte dei reinvestimenti APP...

...mentre modifiche in senso restrittivo delle condizioni sui fondi TLTRO sono possibili

Per ora, l'indirizzo sui tassi sarà confermato

convergeranno per allora al 2%). In seguito, "il Consiglio direttivo prevede che un graduale ma duraturo percorso di ulteriori aumenti dei tassi di interesse sia appropriato." La forward guidance dovrebbe mantenere la medesima struttura: le indicazioni resteranno precise per settembre, mentre per il seguito la BCE suggerirà un percorso serrato di rialzi, con mosse di 25pb a ogni riunione – salvo aggiustamenti a seguito di modifiche dello scenario di previsione o del bilancio dei rischi. Secondo l'ultimo sondaggio Reuters, l'analista mediano colloca attualmente il punto di arrivo della fase di rialzo a 1,50% per il DFR, che prevede a 0,75% a fine 2022. Anche il mercato OIS, che a giugno collocava il punto di arrivo ben sopra il 2%, ora lo attende non oltre 1,50%.

In effetti, il problema della BCE è che lo scenario resta molto incerto, il che limita la possibilità di fornire indicazioni precise sulla direzione dei tassi. La probabilità di realizzazione dello scenario avverso, legato all'embargo russo sulle forniture di gas è aumentata. In tale scenario, l'inflazione può essere molto più alta che nello scenario base, mentre l'economia scivola rapidamente in recessione tra fine 2022 e inizio 2023 e si riprende soltanto nel 2024. Lo staff ha previsto in questo scenario che l'inflazione di fondo cali al 2% nel 2024. Se questa è la convinzione prevalente, il rialzo dei tassi ufficiali dovrebbe proseguire ugualmente, anche se a ritmo più lento, perché non avrebbe senso mantenere una politica monetaria espansiva neppure in questo scenario sfavorevole.

Il nodo cruciale della riunione sarà costituito dall'eventuale annuncio del meccanismo contro la "frammentazione" finanziaria

Dato per scontato l'avvio della fase di rialzo dei tassi, la reazione dei mercati dovrebbe concentrarsi maggiormente sui dettagli del nuovo meccanismo contro la frammentazione finanziaria, o la mancanza degli stessi. A partire dall'annuncio del 15 giugno, i mercati hanno dato più o meno per scontato che la BCE avrebbe presentato il nuovo strumento di stabilizzazione alla successiva riunione di politica monetaria, ma le dichiarazioni del presidente della Bundesbank, Nagel, hanno sollevato dubbi sull'esistenza di un consenso sufficientemente ampio a introdurre meccanismi efficaci che vadano oltre le OMT.

La flessibilità dei reinvestimenti PEPP potrebbe forse consentire di rinviare di qualche mese l'entrata in vigore del nuovo strumento. Però le aspettative su quest'ultimo sono diffuse e forti: l'incapacità di fornire dettagli operativi sarebbe presa come un segnale che si stia preparando un compromesso al ribasso per superare le opposizioni interne. Lo stesso vale per un annuncio che faccia ritenere il meccanismo poco applicabile o poco efficace.

Ma che cosa scontano i mercati? Difficile da dirsi. L'ultimo sondaggio Bloomberg indica che una robusta minoranza di analisti (41%) non crede neppure che il consiglio direttivo riesca a raggiungere un'intesa a luglio. Ma il disegno più equilibrato per lo strumento di stabilizzazione dovrebbe includere questi elementi:

- Nessun limite prefissato ai quantitativi acquistabili;
- Limiti alla gamma di scadenze più ampi rispetto a quelli previsti dal programma OMT;
- Condizioni di ammissibilità minime, ma presenti (per contrastare il rischio che il meccanismo incentivi l'adozione di politiche fiscali destabilizzanti); se fossero troppo stringenti, il meccanismo sarebbe percepito come poco applicabile;
- Attivazione sulla base di un sistema di segnali, non necessariamente pubblici, e di una decisione del consiglio direttivo (senza, cioè, necessità di programmi ESM o di richiesta dello Stato membro);
- Sterilizzazione degli effetti sulla liquidità mediante operazioni repo di drenaggio.

Se l'annuncio conterrà gli elementi elencati sopra, possiamo immaginare una reazione positiva. In caso contrario, malgrado il rialzo dei tassi ufficiali potremmo osservare ripercussioni negative sul cambio dell'euro, oltre che sui mercati dei titoli di stato.

Probabilmente, neppure un peggioramento della crisi energetica porrebbe fine ai rialzi dei tassi

Un mancato annuncio del nuovo meccanismo anti-frammentazione potrebbe incidere negativamente sull'euro e far salire la volatilità dei premi per il rischio

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
---------------	-------	---------------------------------