La BCE trova l'accordo sul TPI e su una normalizzazione più rapida dei tassi ufficiali

La BCE annuncia un TPI (Transmission Protection Instrument) all'altezza delle aspettative, e strettamente legato al rispetto delle regole europee da parte degli Stati: non una buona notizia per governi tentati dal braccio di ferro con le autorità europee. Il rialzo dei tassi ufficiali è di 50 punti base, invece dei 25 preannunciati a giugno. La *forward guidance* scompare del tutto, dopo breve e infelice esistenza: si deciderà riunione per riunione in base ai dati.

L'accordo sul meccanismo di stabilizzazione c'è, ed è di buona qualità. Forse proprio tale accordo ha favorito un'accelerazione sul fronte dei tassi ufficiali, che sono stati aumentati di 50 punti base invece dei 25 preannunciati con il comunicato del 9 giugno. Dopo aver cambiato idea molte volte, la BCE rinuncia a fornire indicazioni per il futuro.

Rialzo dei tassi di 50pb invece dei 25pb previsti, e sparisce la *forward guidance*

La decisione di alzare i tassi ufficiali di 50 punti base invece dei 25 p.b. è stata presentata come un'anticipazione di rialzi dei tassi futuri, tanto che si accompagna a una radicale modifica delle indicazioni per settembre: è sparita, infatti, l'indicazione che il rialzo dei tassi sarà di 50 punti base, a meno di ritorno delle proiezioni di inflazione di medio termine al 2%. Ora la decisione dipende dai dati usciti nel frattempo, e viene meno ogni *forward guidance*: si decide riunione per riunione. D'altronde, che valore ha un indirizzo che non si riesce a rispettare neppure per una riunione?

L'implicazione di questo passaggio è che le aspettative di mercato sui tassi ufficiali sono ora prive di qualsiasi ancoraggio, e si muoveranno con il flusso dei dati e con le dichiarazioni dei membri del consiglio. Il mercato continua ad attendersi rialzi serrati nei prossimi mesi: 50 punti base a settembre, altri 50 a ottobre scontati con probabilità elevata, e poi 25 a dicembre. Il punto terminale resta intorno a 1,50%. Probabilmente ora c'è un'intenzione condivisa di raggiungere l'area di neutralità rapidamente, sicché il percorso scontato dal mercato è plausibile.

C'è l'accordo sul Transmission Protection Mechanism (TPI)

L'accelerazione sui tassi è stata favorita dall'accordo raggiunto sul meccanismo di protezione della trasmissione (TPI). Le sue caratteristiche fondamentali sono quelle attese:

- **Criteri di ammissibilità**: la possibilità di accedere al meccanismo è vincolata al soddisfacimento di 4 condizioni, che mirano a evitare il caso che il meccanismo possa essere attivato a favore di paesi che adottano politiche economiche insostenibili:
  a. rispetto delle regole fiscali UE (non essere sottoposti a EDP e non essere in violazione di raccomandazioni previste dall'art. 126.7 del TFEU);
  b. non essere soggetti a procedura contro gli squilibri macroeconomici eccessivi o rispettare le raccomandazioni previste dall'art 121.4 del TFEU;
  c. superare i testi di sostenibilità fiscale;
  d. rispettare gli impegni sottoscritti per la RRF e le raccomandazioni della Commissione Europea nell'ambito del semestre europeo.

- **Attivazione/disattivazione**: viene decisa dal consiglio direttivo sulla base di una valutazione di un complesso di indicatori di mercato e di trasmissione della politica monetaria. Il sostegno viene interrotto a fronte di un miglioramento degli indicatori o di una valutazione che le tensioni sono dovute a fattori fondamentali del paese. Come atteso, non sono previsti limiti quantitativi, anche se il consiglio deve valutare la proporzionalità dell'intervento.

21 luglio 2022

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

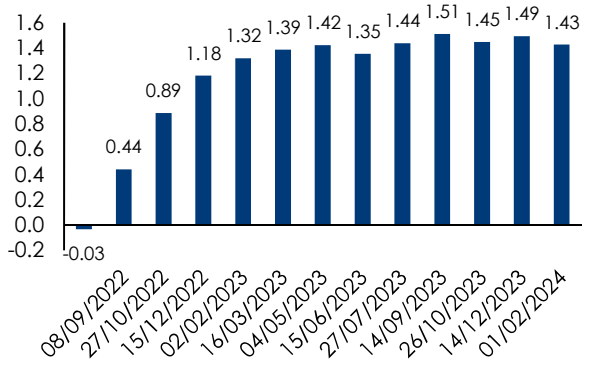
Luca Mezzomo
Economista

- **Gamma di attività finanziarie interessate**: il TPI si concentrerà su titoli pubblici con vita residua fra 1 e 10 anni, ma potrebbero essere considerati anche acquisti di obbligazioni private. La modalità operativa è l'acquisto sul mercato secondario.
- **Neutralità dal punto di vista della politica monetaria**: la BCE cercherà di evitare interferenze con la politica monetaria. Perciò il TPI sarà condotto in modo da non avere ripercussioni persistenti sulla dimensione del bilancio dell'Eurosistema. Per ora, non viene precisato come tale obiettivo sarà perseguito, se con operazioni di drenaggio, se con il mancato rinnovo di scadenze APP.

Così come è disegnato, il TPI potrebbe applicarsi a un paese come l'Italia finché il governo rispetta le raccomandazioni della Commissione e continua ad eseguire il PNRR. Il modo in cui il meccanismo è disegnato non esclude la possibilità di intervento in caso di picchi di volatilità connessi a una crisi di governo – purché, ovviamente, le tensioni siano così pronunciate da rappresentare una minaccia per la trasmissione della politica monetaria. Invece, il TPI non si applicherebbe più se questo o il prossimo governo italiano iniziassero a non rispettare le raccomandazioni specifiche della Commissione Europea, o se si verificasse un deterioramento dei fondamentali. In tali circostanze si andrebbe incontro a effetti soglia, con un avvitamento della crisi che potrebbe rapidamente precludere l'accesso al mercato del paese inadempiente. Il TPI, insomma, aumenterà sensibilmente il costo di politiche economiche devianti.

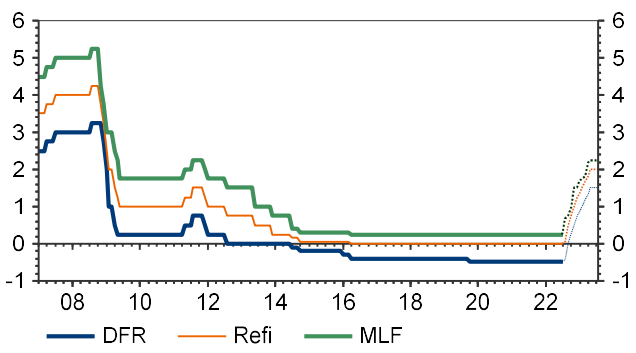
Il TPI convive per ora con i reinvestimenti PEPP e con le OMT. Queste ultime restano come strumento contro il rischio di ridenominazione, quando un paese presenta una situazione così compromessa da dover chiedere un programma di assistenza ESM.

Altri 120pb di rialzi scontati dal mercato OIS entro fine anno



Fonte: Refinitiv

Tassi ufficiali BCE: storia e proiezioni



Fonte: Refinitiv-Datastream e proiezioni Intesa Sanpaolo.

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 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.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 separatezza 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