

Interest Rate Strategy

QE euro: lo scenario di mercato appare troppo aggressivo

La nostra attesa di un primo rialzo dei tassi da parte della BCE a fine 2023 è coerente con il proseguimento del QE per tutto il prossimo anno e gran parte del 2023. In questo scenario, le emissioni nette di titoli governativi al netto degli acquisti ufficiali resteranno (marginalmente) negative anche nel 2022.

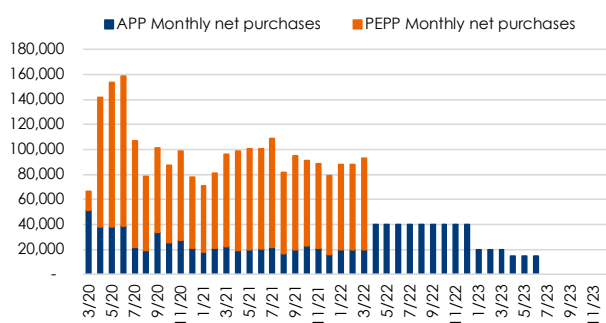
Lo scenario scontato dal mercato di un primo rialzo dei tassi a fine 2022 implicherebbe invece una conclusione rapida del QE, con un impatto molto negativo in termini di offerta.

La conferenza stampa della BCE di ottobre e le dichiarazioni ufficiali che sono seguite hanno dato, riguardo al QE, due indicazioni importanti, che il programma pandemico si chiuderà alla sua scadenza attuale il prossimo marzo e che la decisione sulla futura evoluzione dell'APP sarà annunciata a dicembre. Sulla dinamica dei tassi la scorsa settimana la Presidente Lagarde ha ritenuto opportuno ribadire fermamente il messaggio già dato durante la conferenza stampa post riunione che le tre condizioni per un rialzo dei tassi è improbabile siano soddisfatte nel 2022.

Le nostre previsioni macroeconomiche sono coerenti con un rialzo dei tassi nella seconda parte del 2023<sup>1</sup> e quindi con la conclusione del *quantitative easing* a metà 2023. Finora, come è stato fatto notare da un giornalista durante l'ultima conferenza stampa, la BCE ha mantenuto il ritmo degli acquisti di obbligazioni piuttosto elevato nonostante l'annuncio in tal senso dato alla riunione di settembre e ciò è probabilmente stato giustificato dalla necessità di sostenere il mercato in queste ultime settimane di elevata volatilità: nel mese di ottobre sono stati acquistati 23 miliardi di euro con l'APP e 68 miliardi con il PEPP, per un totale di 91 miliardi di euro contro 94 miliardi nel mese di settembre e 97 miliardi dei tre mesi precedenti. Da qui a fine anno ci attendiamo che gli acquisti vengano ridotti assecondando il profilo della riduzione di offerta netta, soprattutto nel mese di dicembre, così da portare il totale acquistato nel quarto trimestre a 267 miliardi di euro, in calo di 30 miliardi rispetto al terzo trimestre.

Nel primo trimestre del 2022, ci attendiamo che gli acquisti sotto il PEPP restino stabili sul livello del trimestre corrente (260 miliardi di euro) e che il programma venga chiuso con una disponibilità non utilizzata di circa 40 miliardi di euro su un ammontare disponibile di 1850 miliardi.

Acquisti mensili di obbligazioni sotto APP e PEPP (previsioni ISP, mld euro)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Eurozona: emissioni nette di titoli governativi totali e al netto degli acquisti BCE (previsioni ISP, mld euro)

	2021	2022	2023
<b>Bond redemptions</b>	658	738	717
<b>Deficit</b>	818	486	379
<b>NGEU loans</b>	18	24	26
<b>Net Issuance</b>	545	440	354
<b>Gross Issuance</b>	1203	1178	1071
<b>ECB net purchases</b>	727	454	76
<b>Net net ECB</b>	<b>-182</b>	<b>-14</b>	<b>278</b>

Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

10 novembre 2021 9:23 CET

Data e ora di produzione

Direzione Studi e Ricerche

Rates, FX and Commodities Research

Chiara Manenti

Fixed Income Strategist

10 novembre 2021 9:28 CET

Data e ora di circolazione

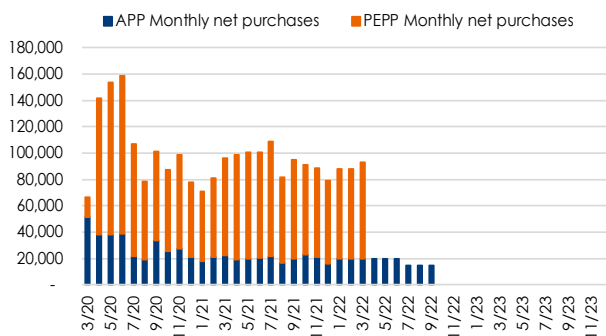
<sup>1</sup> L. Mezzomo, "La BCE butta acqua sul fuoco delle aspettative", Focus Area euro, 21/10/2021.

Dopo la chiusura del PEPP, la nostra attesa è che la banca centrale proceda con acquisti tramite l'APP pari a 40 miliardi al mese in media nella restante parte del 2022 e a 20 miliardi al mese nel primo trimestre 2023 e 15 miliardi al mese nel secondo trimestre 2023, così da terminare il programma poco prima del rialzo del tasso sui depositi (grafico pag.1).

Le emissioni nette di titoli governativi dell'Eurozona dovrebbero ridursi il prossimo anno a 440 miliardi di euro, circa 100 miliardi in meno rispetto al 2021, e poi scendere a 350 miliardi nel 2023. Con le nostre ipotesi sugli acquisti da parte della BCE, l'offerta netta aggregata al netto degli acquisti ufficiali sarà ancora negativa il prossimo anno per 14 miliardi rispetto a -182 mld quest'anno e salirà invece significativamente nel 2023 a 278 miliardi, livello più alto dalla partenza del QE (si veda la tabella a pag.1).

La disaggregazione a livello paese presentata nelle tabelle a pag. 4 evidenzia che nel 2022 le emissioni nette dovrebbero risultare negative o intorno a zero per la gran parte degli emittenti, con l'eccezione della Francia dove le emissioni nette al netto QE saranno pari a 36 miliardi di euro rispetto a 2 miliardi quest'anno. In Germania le emissioni nette nette QE dovrebbero essere negative per 31 miliardi di euro da -111 miliardi nel 2021, in Italia l'offerta netta netta QE sarà negativa per 31 miliardi da -10 miliardi nel 2021 mentre in Spagna le emissioni che saranno assorbite dal mercato saranno a zero da -15 miliardi quest'anno. Solo quattro saranno i paesi dell'Eurozona che riceveranno prestiti dal Meccanismo di Ripresa e Resilienza utili ai fini della copertura del deficit: l'Italia che è il maggiore beneficiario riceverà 22 miliardi di euro, seguita dalla Grecia con prestiti per 1,8 miliardi di euro, il Portogallo circa 400 milioni di euro e Cipro circa 300 milioni di euro.

#### Scenario di mercato - Acquisti mensili di obbligazioni sotto APP e PEPP (previsioni ISP, mld euro)



Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

#### Scenario di mercato - Eurozona: emissioni nette di titoli governativi totali e al netto degli acquisti BCE (previsioni ISP, mld euro)

	2021	2022	2023
<b>Bond redemptions</b>	658	738	717
<b>Deficit</b>	818	486	379
<b>NGEU loans</b>	18	24	26
<b>Net Issuance</b>	545	440	354
<b>Gross Issuance</b>	1203	1178	1071
<b>ECB net purchases</b>	727	270	0
<b>Net net ECB</b>	<b>-182</b>	<b>170</b>	<b>354</b>

Fonte: BCE, Bloomberg, Intesa Sanpaolo

Proviamo a valutare come dovrebbe evolversi lo scenario in termini di offerta se il mercato avesse ragione nell'attesa di un primo rialzo dei tassi a fine 2022. In questo caso, la BCE dovrebbe terminare il programma pandemico a marzo e proseguire l'APP fino a settembre così da terminare il QE prima del rialzo dei tassi: attualmente la curva degli €STR OIS sconta pienamente un rialzo di 10pb del tasso sui depositi tra settembre e ottobre 2022 e circa altri 20pb di rialzo entro la fine del 2023.

Assumendo che al termine del programma pandemico la BCE compri 20 miliardi al mese nel 2° trimestre e 15 miliardi al mese in nel 3° trimestre 2022, gli acquisti di governativi sarebbero pari a 270 miliardi di euro rispetto a 450 miliardi nel nostro scenario centrale. L'offerta netta al netto degli acquisti ufficiali salirebbe già il

prossimo anno a 170 miliardi di euro rispetto a -182 miliardi di quest'anno e poi oltre 350 miliardi nel 2023.

Questo scenario rappresenterebbe sicuramente una sfida per il mercato obbligazionario, ancora più se accompagnato dalla prospettiva di tassi core in rialzo. Ricordiamo inoltre che l'uscita così rapida dal QE avverrebbe anche in concomitanza con una strategia di uscita dalle misure di rifinanziamento alle banche, data la concomitante scadenza a giugno 2022 del periodo speciale sul tasso di TLTRO 3 e dell'allentamento delle regole sul collaterale. In presenza di uno scenario di inflazione che sarà ancora molto incerto, ma favorito da effetti statistici che dovrebbero riportare l'inflazione al di sotto del 2% nella seconda parte del prossimo anno, appare improbabile che la BCE attui una inversione di rotta così incisiva.

#### 2021 – Emissioni nette di titoli governativi dell'Eurozona e acquisti BCE (valori nominali, previsioni ISP, Mld euro)

	2021							
	Gross issuance	Net issuance	ECB purchases	ECB SMP redemptions (-)	Net issuance net ECB net purchases	Rollover of PSPP redemptions	Gross issuance net ECB purch.&rollover	
	a	b	c	d	e=b-c-d	f	g=a-c-f	
AT	38	22	20	0	1	6	11	
BE	34	18	27	0	-9	8	-2	
CY	2.0	1.1	2	0	-1	0	0	
DE	246	94	205	0	-111	58	-17	
EE	0	0	2	0	-2	1	-3	
ES	158	66	86	-5	-15	26	46	
FI	18	11	14	0	-3	4	0	
FR	280	152	150	0	2	45	84	
IE	22	21	13	-0	9	4	6	
IT	314	100	125	-15	-10	38	151	
LT	1	0	5	0	-5	1	-5	
LU	4	2	3	0	-1	1	0	
LV	3	3	3	0	-1	1	-1	
MT	0	0	1	0	-1	0	0	
NL	54	37	43	0	-5	13	-2	
PT	13	1	17	-1	-15	5	-10	
SI	5	2	4	0	-1	1	0	
SK	8	7	9	0	-2	3	-3	
GR (*)	14	13	19	-1	-4	5	-10	
<b>Total</b>	<b>1212</b>	<b>550</b>	<b>747</b>	<b>-22</b>	<b>-175</b>	<b>221</b>	<b>244</b>	

Fonte: Bloomberg, BCE, Intesa Sanpaolo

## 2022 – Emissioni nette di titoli governativi dell'Eurozona e acquisti BCE (valori nominali, previsioni ISP, Mld euro)

	2022						
	Gross issuance a	Net issuance b	ECB purchases c	RRF Loans d	Net issuance net ECB net purchases e=b-c-d	Rollover of PSPP redemptions f	Gross issuance net ECB purch.&rollover g=a-c-d-f
AT	39	13	12	-	0	8	19
BE	49	21	17	-	4	10	23
CY	1	0	1	0.3	-1	1	-1
DE	263	94	124	-	-31	69	69
EE	1	1	1	-	0	1	-1
ES	128	55	52	-	3	31	45
FI	16	5	9	-	-3	5	2
FR	291	127	91	-	36	54	146
IE	24	12	8	-	5	4	12
IT	297	67	76	22.0	-31	45	155
LT	4	3	3	-	1	2	0
LU	1	0	2	-	-2	1	-1
LV	1	1	2	-	-1	1	-2
MT	0	0	0	-	0	0	0
NL	46	16	26	-	-10	15	5
PT	20	8	11	0.4	-3	6	3
SI	5	3	2	-	0	1	1
SK	4	4	5	-	-1	3	-4
GR (*)	10	6	11	1.8	-7	6	-9
<b>Total</b>	<b>1201</b>	<b>436</b>	<b>454</b>	<b>24</b>	<b>-42</b>	<b>262</b>	<b>485</b>

Fonte: Bloomberg, BCE, Intesa Sanpaolo

## 2023 – Emissioni nette di titoli governativi dell'Eurozona e acquisti BCE (valori nominali, previsioni ISP, Mld euro)

	2023						
	Gross issuance a	Net issuance b	ECB purchases c	RRF Loans d	Net issuance net ECB net purchases e=b-c-d	Rollover of PSPP redemptions f	Gross issuance net ECB purch.&rollover g=a-c-d-f
AT	39	11	2	-	9	8	29
BE	31	24	3	-	21	10	19
CY	0	0	0	0.2	0	1	-1
DE	121	55	21	-	34	70	30
EE	1	1	0	-	0	1	0
ES	151	42	9	-	34	32	110
FI	16	5	1	-	4	5	9
FR	289	114	15	-	98	55	219
IE	12	5	1	-	4	5	7
IT	355	79	13	23.0	43	45	274
LT	3	2	0	-	2	2	1
LU	2	0	0	-	0	1	1
LV	1	0	0	-	0	1	-1
MT	0	0	0	-	0	0	0
NL	39	9	4	-	5	16	19
PT	17	6	2	0.5	3	6	8
SI	4	2	0	-	2	1	2
SK	9	4	1	-	3	3	5
GR (*)	10	5	2	1.8	1	7	-1
<b>Total</b>	<b>1099</b>	<b>365</b>	<b>76</b>	<b>26</b>	<b>263</b>	<b>267</b>	<b>756</b>

Fonte: Bloomberg, BCE, Intesa Sanpaolo

## Appendice

### Certificazione degli analisti

Gli analisti finanziari che hanno predisposto la presente ricerca, i cui nomi e ruoli sono riportati nella prima pagina del documento dichiarano che:

- (1) Le opinioni espresse sulle società citate nel documento riflettono accuratamente l'opinione personale, indipendente, equa ed equilibrata degli analisti;
- (2) Non è stato e non verrà ricevuto alcun compenso diretto o indiretto in cambio delle opinioni espresse.

### Comunicazioni specifiche

Gli analisti citati non ricevono, stipendi o qualsiasi altra forma di compensazione basata su specifiche operazioni di investment banking.

### Comunicazioni importanti

Il presente documento è stato preparato da Intesa Sanpaolo S.p.A. e distribuito da Intesa Sanpaolo SpA-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.

Le performance passate non costituiscono garanzia di risultati futuri.

Gli investimenti e le strategie discusse nel presente documento potrebbero non essere adatte a tutti gli investitori. In caso di dubbi, suggeriamo di consultare il proprio consulente d'investimento.

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 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, Controparti Qualificate / Clienti Professionali, ad eccezione dei clienti professionali su richiesta, così come definiti dalla Direttiva MiFID II o eventualmente da parte di operatori dei Mercati o Investitori Istituzionali, che sono finanziariamente sofisticati ed in grado di valutare autonomamente i rischi di investimento, sia in generale sia in relazione a particolari operazioni e strategie di investimento.

Tale documento, pertanto, potrebbe non essere adatto a tutti gli investitori e i destinatari sono invitati a chiedere il parere del proprio consulente finanziario per qualsiasi necessità di chiarimento circa il loro contenuto.

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 definiti 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 il 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

Le Trading Ideas si basano sulle aspettative del mercato, il posizionamento degli investitori e gli aspetti tecnico-quantitativi o qualitativi. Tengono conto degli eventi macro e di mercato chiave e di quanto tali eventi siano già scontati dai rendimenti e/o dagli spread di mercato. Si basano inoltre su eventi che potrebbero influenzare l'andamento del mercato in termini di rendimenti e/o spread nel breve-medio periodo. Le Trading Ideas vengono sviluppate su mercati cash o derivati di credito e indicano un target preciso, un range di rendimento o uno spread di rendimento tra diverse curve di mercato o diverse scadenze sulla stessa curva. Le valutazioni relative sono realizzate in termini di rendimento, asset swap spread o benchmark spread.

## Coperture e frequenza dei documenti di ricerca

Le trading ideas di Intesa Sanpaolo S.p.A. sono sviluppate sia in un orizzonte temporale di breve periodo (il giorno corrente o i giorni successivi) sia in un orizzonte temporale compreso tra una settimana e tre mesi, in relazione con qualsiasi evento eccezionale che possa influenzare le operazioni dell'emittente.

## 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 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@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

#### Rates, FX & Commodities Research

Sergio Capaldi (Rates)	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti (Rates)	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi (Rates)	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Asmara Jamaleh (FX)	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Daniela Corsini (Commodities)	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.com