

Focus Area Euro

**BCE: nessun intervento, per ora**

I dati estivi consentono alla BCE di lasciare il quadro della politica monetaria invariato anche questo mese. Il rafforzamento del cambio potrebbe giustificare una limatura delle previsioni di inflazione, malgrado la riduzione dei rischi sullo scenario di crescita. Restano possibili adattamenti del regime di remunerazione delle riserve.

Alla riunione di giovedì 10 settembre, il Consiglio direttivo della Banca Centrale Europea lascerà invariata la politica monetaria. Il tasso sui depositi resterà a -0,50%, e il tasso sulle operazioni principali di rifinanziamento a 0%. Non si attendono in questa occasione neppure annunci riguardo a un nuovo aumento del PEPP, né estensioni dell'incremento transitorio dell'APP che era stato annunciato a marzo e che scade a fine anno. Non si esclude, invece, qualche annuncio sulla remunerazione delle riserve in eccesso.

**Andamento recente dei dati e revisione delle previsioni dello staff**

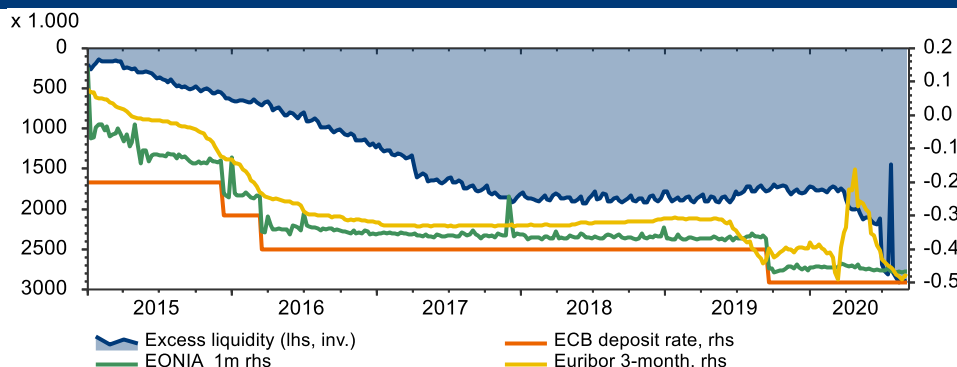
I dati estivi hanno confermato in pieno l'aspettativa che la fine delle misure di confinamento avrebbe condotto a un rapido rimbalzo dell'attività economica. Le nuove previsioni di crescita che saranno comunicate potrebbero essere sostanzialmente confermate per il 2020 e il 2021, anche se non va esclusa la possibilità di revisioni al rialzo sul 2020 (precedentemente: -8,7%). Sull'orizzonte di medio termine le spinte sono contrastanti: da una parte, l'approvazione del piano Next Generation EU e la riduzione del rischio pandemico potrebbero indurre a revisioni al rialzo; di contro, il significativo apprezzamento del cambio può avere un effetto opposto. La previsione di giugno per il 2021 era 5,7%, come la media del consenso rilevata ad agosto.

Riguardo all'inflazione, il quadro è più complicato. Rispetto a giugno lo staff deve fare i conti con un netto rimbalzo delle quotazioni petrolifere rispetto al profilo allora utilizzato, una minore incertezza riguardo alla ripresa post-COVID, ma anche con un cambio dell'euro molto più forte rispetto alle ipotesi di allora. Al netto, il profilo dell'inflazione sarà probabilmente rivisto al ribasso, in particolare nel 2021, quando la BCE prevedeva un rialzo dell'inflazione a 0,8%. Tuttavia, la stima di giugno era abbastanza prudente da lasciare spazio di manovra, evitando la necessità di ritocchi. Il consenso di agosto per il 2021 era 1,1%.

**L'andamento delle condizioni finanziarie premia l'azione della BCE**

Sul fronte dei mercati, la BCE può contare su un calo dei premi per il rischio, sia sovrani sia corporate, e su un calo delle misure di stress sistemico. La riduzione estiva degli acquisti non ha modificato il quadro. L'inflazione implicita nella curva è salita dai minimi di aprile. Inoltre, la forte

**I nuovi record dell'eccesso di liquidità schiacciano i tassi di interesse**



Fonte: Refinitiv, BCE

10 settembre 2020

Direzione Studi e Ricerche

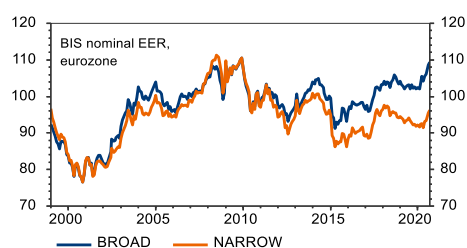
Macroeconomic and Fixed Income Research

Luca Mezzomo  
Economista

crescita dell'eccesso di liquidità ha portato a una netta riduzione dei tassi di mercato monetario, schiacciando la curva Euribor contro il pavimento del corridoio (3 mesi: -0,49%, 6 mesi: -0,46%).

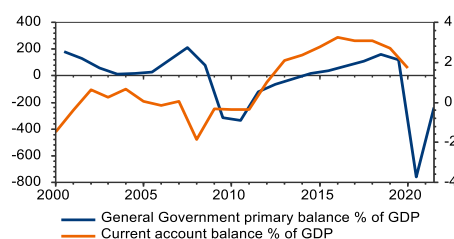
L'unica nota stonata è costituita dall'**andamento dell'euro**; da fine aprile il movimento del cambio con il dollaro è stato del 10%. Tale variazione così ampia riflette anche questioni specifiche al dollaro, ma anche il cambio ponderato per i flussi commerciali si è apprezzato in modo significativo: la serie BIS è salita del 4,7% nella versione ampia e del 5,1% in quella ristretta. In effetti, la tendenza al rafforzamento del cambio è in corso dal 2015 e presenta perciò similitudini (dal punto di vista dell'estensione temporale e dell'ampiezza) con quella del 2006-08. Movimenti così rapidi come quelli recenti non sono comuni: variazioni semestrali del cambio effettivo pari o superiori a quelle osservate tra febbraio e agosto 2020 hanno una frequenza di realizzazione di appena il 2% dal 1999 a oggi; per il cambio euro/dollaro, la frequenza storica è maggiore (11%), ma resta molto bassa. Da questo punto di vista, ha senso che la BCE inizi a monitorare gli andamenti del mercato valutario.

### Cambio effettivo dell'euro ai massimi dal 1999 nella definizione ampia



Fonte: BIS

### Il saldo di parte corrente della bilancia dei pagamenti resta positivo ed elevato



Fonte: Eurostat, BCE

Tutte le misure di valore esterno dell'euro sono sopra le medie degli ultimi 5 anni, in particolare quella ampia di cambio effettivo (+8,1%), che riflette la debolezza delle valute emergenti. Rispetto alle medie storiche dal 1999, il cambio effettivo si colloca oggi nell'1% superiore della distribuzione, mentre il cambio con il dollaro è nel quinto decile. L'apprezzamento recente, quindi, si configura come un ritorno alla media soltanto rispetto al dollaro statunitense. Tuttavia, l'Eurozona vanta anche un ampio e stabile avanzo di parte corrente della bilancia dei pagamenti, alimentato soprattutto dalla bilancia commerciale. Questo fattore potrebbe aumentare la tolleranza verso un rafforzamento del cambio. In effetti, le nostre previsioni di medio termine erano al rialzo.

Per quanto riguarda la trasmissione ai prezzi, un articolo pubblicato dalla BCE sul Bollettino Economico nel novembre 2016<sup>1</sup> nota che il legame è intenso e rapido con i prezzi all'import, ma è più instabile, debole e ritardato con i prezzi al consumo. Il deprezzamento del 10% circa avvenuto nel 2015 esercitava una spinta sui prezzi di 0,8% al picco, ma con ripercussioni persistenti (l'effetto era ancora pari a 0,6% a fine 2016). D'altro canto, l'incertezza della stima era elevata perché (come ricordato anche da Schnabel in un'intervista del 31/08), gli effetti dipendono anche dal contesto economico generale. Rispetto al nostro scenario di previsione, lo shock ha natura del tutto temporanea: ci aspettavamo da tempo uno spostamento del cambio euro/dollaro verso 1,20, ma nello scenario passato prendeva la forma di un apprezzamento graduale distribuito fra 2020 e 2021. L'implicazione per le nostre proiezioni, dunque, è che l'inflazione potrebbe essere più bassa di 1-2 decimi nel quarto trimestre 2020, ma sostanzialmente invariata nel 2021. Non è così per le proiezioni dello staff BCE: poiché lo scenario di giugno era basato sull'ipotesi di un cambio euro/dollaro a 1,08, lo shock dovrebbe tradursi in una revisione

**Un certo rafforzamento dell'euro potrebbe essere giustificato dagli squilibri esterni. Tuttavia i livelli sono già superiori alle medie storiche**

**D'altro canto, la trasmissione degli shock di cambio ai prezzi è oggi più limitata**

<sup>1</sup> "Exchange rate pass-through into euro area inflation", Economic Bulletin, Issue 7, November 2016 [https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201607\\_article01.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/eb201607_article01.en.pdf)

al ribasso di mezzo punto dell'inflazione 2021. Tuttavia, nel frattempo i *futures* sul petrolio sono saliti del 28% e l'incertezza sullo scenario di ripresa si è ridotta considerevolmente. La revisione potrebbe così essere limitata a 1-2 decimi sul 2021, che salirebbero a 3-4 decimi sul 2022 – se non saranno compensati da una migliore valutazione delle prospettive di crescita.

In conclusione, **l'aumento del valore esterno dell'euro ha implicazioni potenzialmente rilevanti per la politica monetaria, ma non richiede azioni urgenti**. La Banca Centrale Europea dovrà valutare se il movimento è sostenibile, e soltanto se non si esaurirà potrebbe essere necessario intervenire per compensarne gli effetti. La prima reazione potrebbe essere di natura verbale. Anche per evitare eccessive tensioni sul cambio, il comunicato manterrà un orientamento espansivo, confermando che i tassi resteranno pari o inferiori a quelli attuali e che i rischi sono tendenzialmente verso il basso. Qualche segnale a supporto di tale strategia è già arrivato con le dichiarazioni fatte da Lane il 1° settembre riguardo all'importanza del cambio per le prospettive di inflazione.

### **Le prospettive a più lungo termine della politica monetaria**

Per il momento, riteniamo ancora possibile un aumento del PEPP, con estensione del programma fino al dicembre 2021, più facile se la ripresa incontrasse qualche difficoltà fra il 4° trimestre 2020 e il 1° trimestre 2021. Anche se lo scenario pandemico è migliorato, la sovrapposizione di influenza stagionale e COVID potrebbe mettere in difficoltà il sistema di tracciamento dei contagi, con ripercussioni che potrebbero interrompere la fase di ripresa della domanda. In tal caso, l'annuncio potrebbe arrivare tra fine 2020 e inizio 2021.

Non ci aspettiamo nei prossimi mesi né tagli dei tassi, né aumenti dell'APP. Non prevediamo neppure che siano annunciate nuove operazioni di rifinanziamento a lungo termine.

La BCE è apparsa finora piuttosto fredda anche riguardo alla possibilità di modificare il regime di remunerazione della riserva, aumentando il moltiplicatore della riserva obbligatoria che beneficia di esenzione dai tassi negativi. Tuttavia, questa è una possibilità che non va esclusa, di fronte al forte aumento delle riserve in eccesso, destinato a continuare nei prossimi mesi, e alla pressione al ribasso che caratterizza oggi i tassi interbancari.

**Più in là, continuiamo a ritenere possibile un'estensione del PEPP**

**La BCE dovrebbe considerare un aumento della quota di riserve esenti dai tassi negativi**

## 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-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 and Fixed Income Research, 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

#### Macro & Fixed Income Research

Luca Mezzomo	62170	luca.mezzomo@intesasnpaolo.com
<b>Fixed Income</b>		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
<b>Macroeconomia</b>		
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Aniello Dell'Anno	63071	aniello.dellanno@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	62985	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
<b>Mercati Valutari</b>		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
<b>Materie Prime</b>		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com