

Focus Area Euro

La BCE torna in stato di allerta

Alla riunione del 29 ottobre la BCE cambierà in peggio la sua valutazione delle prospettive economiche, in attesa di rivedere ufficialmente le stime a dicembre. La forward guidance sarà confermata.

Dopo un terzo trimestre nel complesso migliore del previsto, la partenza anticipata della seconda ondata di COVID-19 complica di nuovo il compito della BCE. I toni delle dichiarazioni sono già cambiati: l'accento è sempre di più sui rischi dello scenario e sull'incompletezza della ripresa. Le indicazioni sull'orientamento della politica monetaria sono coerenti con l'annuncio di nuove misure, nel caso di revisione peggiorativa dello scenario. Tuttavia, la politica monetaria svolge in questa fase un ruolo ancillare rispetto alla politica fiscale. Inoltre, resta ancora molto da fare nell'implementazione delle misure già in essere, e le condizioni finanziarie si sono un po' allentate da sole.

La seconda ondata di COVID-19 inizia a preoccupare la BCE

Fino a un mese fa, la Banca centrale poteva ancora guardare con una certa soddisfazione a un rimbalzo dell'attività economica tutto sommato migliore del previsto, anche se erano già evidenti i segnali di una nuova incipiente ondata pandemica. Un appiattimento della ripresa era già incluso nello scenario di base, che però includeva ancora una buona crescita anche nel quarto trimestre 2020. Oggi, però, il contagio è accelerato in tutta Europa (fig. 1), con impatto già osservabile sui tassi di mortalità e sul tasso di occupazione delle unità di terapia intensiva. La necessità di prevenire un collasso delle strutture sanitarie come quello avvenuto in primavera ha indotto diversi paesi a reintrodurre restrizioni all'accesso ai servizi di ristorazione e intrattenimento; in alcuni casi (Irlanda, localmente Spagna) si è arrivati a ripristinare anche limiti alla mobilità individuale. Gli effetti economici si sono manifestati prima in Spagna, poi in Francia e quindi negli altri grandi paesi dell'area euro. In settembre, il PMI dei servizi è tornato sotto quota 50, con i livelli più bassi in Spagna, primo paese a essere colpito dalla seconda ondata. Anche se nessun paese ha motivo di fermare le attività produttive, la contrazione del fatturato nei servizi può compromettere le possibilità di crescita del quarto trimestre 2020, compensando l'espansione di manifattura e costruzioni.

L'evoluzione dei riferimenti allo scenario contenuti in discorsi e interviste dei membri del consiglio direttivo BCE riflette il peggioramento della situazione. La presidente Lagarde ha ricordato, lo scorso 19 ottobre, che le stime dello staff includono già una seconda ondata, ma ha anche ammesso che potrebbero esserci revisioni al ribasso dello scenario a dicembre. Altri membri hanno molto calcato l'accento sull'incertezza e i rischi che caratterizzano lo scenario.

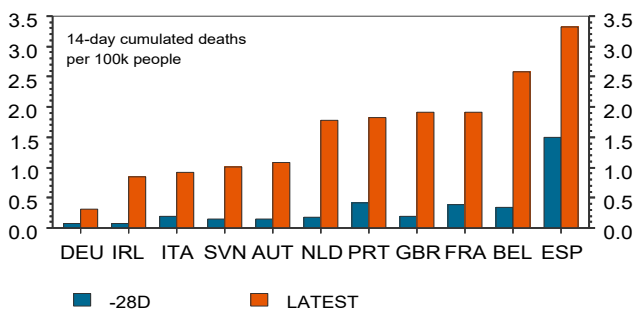
22 ottobre 2020

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and Fixed Income Research

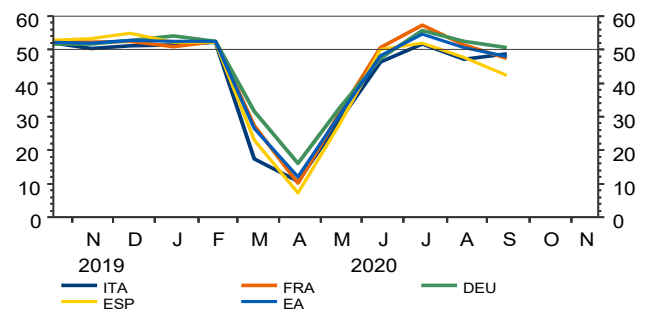
Luca Mezzomo
Economista

Fig. 1 - Netto peggioramento della pandemia...



Fonte: elaborazioni su dati ECDC

Fig. 2 - ...con primi effetti sull'attività nei servizi



Nota: indice PMI di attività nei servizi. Fonte: IHS Markit

L'11 ottobre, in un'intervista a The Wall Street Journal, Lane ha chiarito che "Se viene dimostrato che puoi controllare il virus con restrizioni serie ma non universali, è più o meno in linea con la nostra previsione di base"; tuttavia, "se si scopre che dobbiamo davvero sconvolgere l'economia in modo più materiale per controllare la pandemia, allora è uno sviluppo negativo". Purtroppo, l'andamento esplosivo dei contagi sembra avvicinarci sempre di più allo scenario "severo". In dicembre, quindi, lo staff potrebbe rivedere drasticamente al ribasso le stime di crescita 2021. Ciò avrebbe ripercussioni anche sulle proiezioni di inflazione, che potrebbero essere limiate. La revisione in negativo del 2021 sarà presumibilmente compensata da una revisione al rialzo della crescita nel 2022, ma ciò potrebbe non bastare ad evitare ripercussioni sulla proiezione di inflazione. **Questo mese, la dichiarazione del Consiglio direttivo rimarcherà l'aumento dei rischi al ribasso e l'allontanamento degli andamenti economici dallo scenario di base.**

Le condizioni finanziarie si sono allentate rispetto a settembre

Diversamente dalla scorsa primavera, la nuova ondata pandemica non è accompagnata da una restrizione delle condizioni finanziarie (fig. 3):

- l'enorme eccesso di liquidità, che continua a crescere sulla spinta dei programmi di acquisto, ha spinto i tassi interbancari sotto il tasso sui depositi (fig. 5), e i mercati si attendono che l'anomalia si accentui (fig. 6).
- I tassi a medio e lungo termine sono calati (-7pb sulla scadenza quinquennale e -9pb su quella decennale).
- Gli spread creditizi sono stabili, e comunque in netto calo rispetto a luglio. Anche gli spread sovrani sono su livelli molto compressi.
- Il cambio effettivo dell'euro è calato marginalmente rispetto a settembre.
- Un'area che registra un peggioramento è quella azionaria, che però in Europa svolge un ruolo limitato nella trasmissione della politica monetaria.
- Le condizioni del credito sono stabili per le imprese, mentre sono state ristrette per le famiglie (fig. 4). Il tasso di crescita di prestiti alle imprese ed emissioni di debito delle stesse è ancora superiore al 6% a/a.

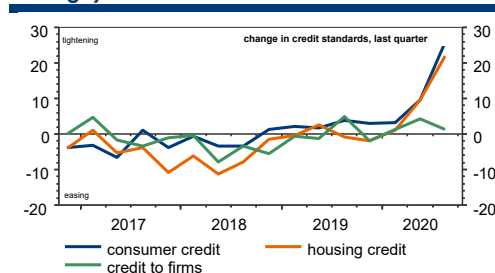
Nel complesso, l'affermazione di Lane¹ che la *forward guidance* spinge i mercati ad adeguare le condizioni finanziarie automaticamente al mutare delle condizioni economiche, dunque, è ancora corretta. La BCE non ha neppure avuto bisogno di accelerare gli acquisti nell'ambito del PEPP, che potrebbe finire l'anno su livelli di utilizzo del plafond inferiori a quanto ci aspettavamo.

Fig. 3 – Tassi, cambio e spread in calo, indici azionari un poco più deboli

	20/10	10/09
3-m Euribor	-0.51	-0.49
5Y IRS	-0.48	-0.41
10Y IRS	-0.29	-0.21
Valore dell'euro	108.8	109.1
Spread BTP-Bund	137pb	151pb
EuroStoxx 600	357.0 (-1.95%)	364.1

Fonte: Refinitiv

Fig. 4 - Condizioni del credito (% di banche che restringe)



Fonte: BCE, Bank Lending Survey

In primavera la BCE aveva dovuto anche contrastare una stretta delle condizioni finanziarie, che oggi non c'è

¹ P. Lane, "The ECB's monetary policy in the pandemic: meeting the challenge", 62nd NABE Annual Meeting, 6 October 2020.

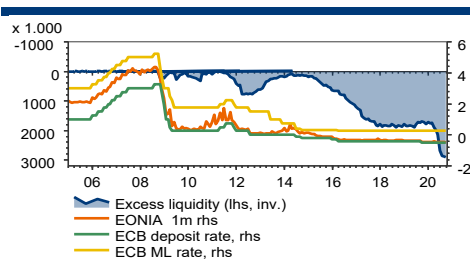
La BCE può attendere il 10 dicembre prima di annunciare nuove misure

Con i tassi a livelli ampiamente negativi, grossi programmi di acquisto già in essere e con un potenziale non ancora pienamente espresso, un eccesso di riserve ampio e tuttora crescente, l'onere di contrastare gli effetti economici negativi della pandemia ricade sulla politica fiscale. Nella sua intervista a *Le Monde*, la presidente Lagarde ha invitato i governi a non ritirare troppo presto la "rete di sicurezza" fiscale introdotta durante la crisi. Isabel Schnabel ha sottolineato che il calo dei tassi di interesse ha fatto guadagnare rilevanza alla politica fiscale. Secondo Lane, "a parità di condizioni, i moltiplicatori fiscali sono più elevati nell'attuale contesto in cui le nostre misure e le nostre indicazioni prospettive favoriscono un basso livello della curva dei rendimenti"; "in prospettiva, l'orientamento della politica di bilancio a livello di area (aggregato tra misure a livello nazionale e dell'UE) per il 2021 e oltre svolgerà un ruolo macroeconomico cruciale, subordinatamente alla qualità dell'elaborazione e dell'attuazione dei programmi di bilancio"².

Estensione del PEPP a dicembre?

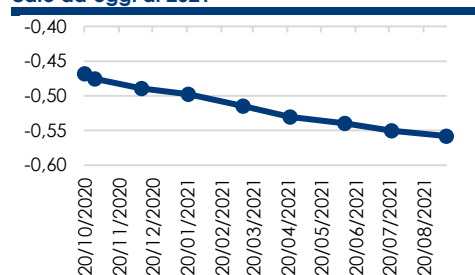
Ciò premesso, qualche annuncio di politica monetaria dovrà essere fatto in dicembre, se le stime di crescita e inflazione saranno tagliate. Continuiamo a puntare soprattutto su un'estensione del PEPP (anche se il plafond attuale al momento appare più 'largo' di quanto avessimo ipotizzato), che sarebbe coerente con la strategia di coadiuvare le politiche fiscali anticicliche. Prima o poi, la BCE dovrà anche affrontare la questione della penalizzazione dell'eccesso di riserve: la discesa dei tassi interbancari sotto il pavimento del corridoio giustifica a nostro avviso un aumento delle riserve esentata dai tassi negativi, che può essere conseguito aumentando il moltiplicatore della riserva obbligatoria dall'attuale livello di 6x. Ci attendiamo invece tassi ufficiali stabili ai livelli attuali sia questo mese, sia per tutto il prossimo biennio.

Fig. 5 – eccesso di liquidità e tassi di interesse



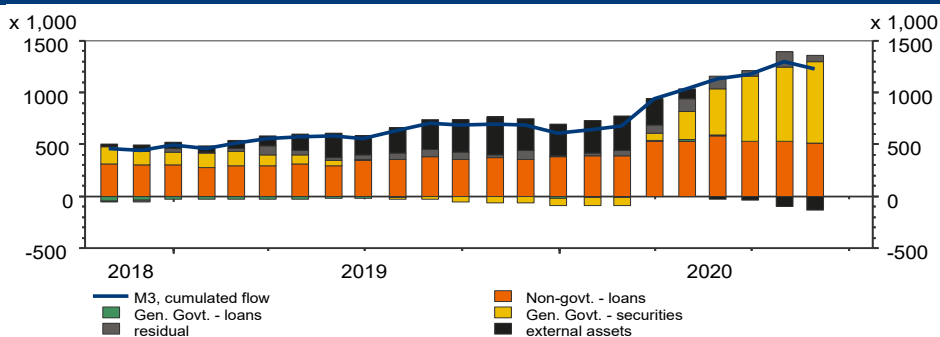
Fonte: BCE, Refinitiv

Fig. 6 – Il mercato sconto tassi o/n in marginale calo da oggi al 2021



Fonte: Refinitiv

Fig. 7 – Espansione di M3 trainata dagli acquisti di titoli e dal credito



Fonte: BCE

² P. Lane, cit.

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
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasnpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasnpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasnpaolo.com
Macroeconomia		
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
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com