INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

BCE: ci si rivede a giugno

22 aprile 2021

La riunione di politica monetaria del 22 aprile si è confermata del tutto interlocutoria, con risposte alle domande dei giornalisti anche troppo sbrigative – mentre qualche ragguaglio in più riguardo a come viene fissato il target per gli acquisti PEPP sarebbe stato benvenuto.

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

Le novità? Nessuna, a dire il vero. Non si attendevano modifiche al quadro della politica monetaria, e non ne sono emerse. Anche la *forward guidance* è del tutto immutata nella sua formulazione, per quanto riguarda tassi[1], PEPP[2], APP[3] e reinvestimenti[4]. Il comunicato conferma che gli acquisti saranno eseguiti in questo trimestre "a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'anno", anche se "in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato". Le risposte alle molte domande sul PEPP sono state piuttosto evasive. **Lagarde non ha spiegato perché la BCE giudichi l'incremento degli acquisti "significativo"**, salvo fare riferimento alle medie mensili dei flussi e alla necessità di considerare gli acquisti lordi oltre che netti. Francamente, non sarebbe stato di pregiudizio alla credibilità della BCE fornire qualche spiegazione tecnica in più. Riguardo alle decisioni future, la Presidente ha liquidato come prematura qualsiasi discussione sulle modalità di chiusura del PEPP e vincolato all'andamento dei dati l'eventuale riduzione degli acquisti nei prossimi mesi. Lagarde è stata troppo evasiva anche in merito all'andamento dei tassi di mercato, limitandosi a dichiarare che le condizioni finanziarie complessive sono rimaste stabili. Sarebbe stato invece opportuno spiegare perché sono rimaste stabili malgrado il modesto aumento dei tassi a lungo termine e l'apprezzamento del cambio.

Lo scenario economico: ripresa dal secondo trimestre. I cambiamenti significativi nella valutazione dello scenario sono più probabili in scia alla pubblicazione delle previsioni dello staff. In questa occasione, la presidente Lagarde ha ribadito le valutazioni di marzo sui rischi (prevalentemente verso il basso nel breve termine, ma più bilanciati nel medio termine), sbilanciandosi quindi nel prevedere un rimbalzo del PIL nel 2° trimestre dopo la probabile contrazione del 1°. Ciò era già nelle previsioni dello staff pubblicate a marzo, anche se la Presidente allora non si era sbilanciata su questo aspetto. Nel medio termine, la BCE si attende un "solido rimbalzo" dell'attività economica.

Previsione: la prossima riunione di politica monetaria è in agenda il 10 giugno. In tale occasione, lo staff presenterà l'aggiornamento delle previsioni macroeconomiche, inclusi gli scenari alternativi. Ci attendiamo che il quadro previsionale venga sostanzialmente confermato, ma con un'ulteriore riduzione dell'incertezza intorno alla previsione centrale e un ulteriore cauto ribilanciamento dei rischi -se la ripresa del secondo trimestre si realizzerà come atteso. Allo stesso

---

[1] "Il Consiglio direttivo si attende che i tassi di interesse di riferimento della BCE si mantengano su livelli pari o inferiori a quelli attuali finché non vedrà le prospettive di inflazione convergere saldamente su un livello sufficientemente prossimo ma inferiore al 2% nel suo orizzonte di proiezione e tale convergenza non si rifletterà in maniera coerente nelle dinamiche dell'inflazione di fondo".

[2] "continuerà a condurre gli acquisti netti di attività nell'ambito [del PEPP]… almeno sino alla fine di marzo 2022 e, in ogni caso, finché non riterrà conclusa la fase critica legata al coronavirus". Resta l'indicazione che il plafond potrebbe essere aumentato, ma anche non utilizzato in pieno.

[3] "gli acquisti netti mensili di attività nel quadro del PAA proseguiranno finché necessario a rafforzare l'impatto di accomodamento dei suoi tassi di riferimento e che termineranno poco prima che inizierà a innalzare i tassi di riferimento della BCE".

[4] "Il Consiglio direttivo continuerà a reinvestire il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PEPP almeno sino alla fine del 2023"; "Il Consiglio direttivo intende inoltre continuare a reinvestire, integralmente, il capitale rimborsato sui titoli in scadenza nel quadro del PAA per un prolungato periodo di tempo successivamente alla data in cui inizierà a innalzare i tassi di interesse di riferimento della BCE".

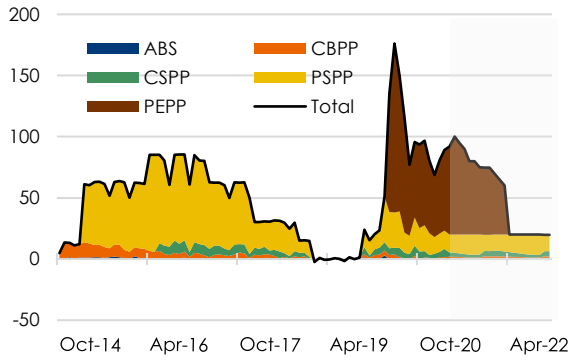
tempo, tuttavia, la BCE continuerà a ribadire che le condizioni finanziarie devono restare accomodanti. Il ritmo degli acquisti nell'ambito del PEPP potrebbe essere ridotto, ma in termini netti potrebbe fare poca differenza, dato che l'incremento delle ultime settimane è stato tutt'altro che travolgente. Non ci attendiamo variazioni alla *forward guidance*, ai tassi ufficiali e alla dimensione degli acquisti netti APP. Per il momento, riteniamo che la prima riduzione dello stimolo avverrà con la fine degli acquisti netti PEPP, il 31 marzo 2022, ma che l'APP continuerà fino al 2023 e che non ci saranno variazioni dei tassi ufficiali nei prossimi due anni.

Tassi ufficiali BCE

	Ultima variazione	Livello attuale	Prossima mossa
Tasso sui depositi overnight	Set 2019 (-10pb)	-0.50%	2024Q1 (+0.25%)
Tasso sulle operazioni marginali di rifinanziamento	Mar 2016 (-5pb)	0.00%	2024Q1 (+0.25%)
Tasso di rifinanziamento marginale	Mar 2016 (-5pb)	0.25%	2024Q1 (+0.25%)

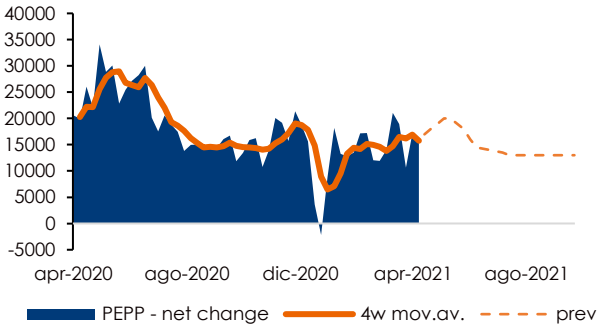
Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Acquisti netti di titoli: flussi osservati e nostre proiezioni



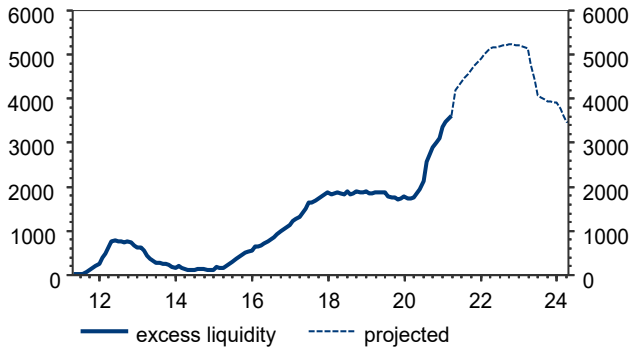
Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo a partire da dati BCE

Acquisti netti nell'ambito del PEPP



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo a partire da dati BCE

Eccesso di liquidità in miliardi di euro: picco nel 2022



Fonte: proiezioni Intesa Sanpaolo a partire da dati BCE

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 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 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
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