

Focus Area Euro

BCE: lo scenario migliora

Il 10 giugno, la BCE annuncerà una revisione al rialzo delle stime di crescita e inflazione per il 2021, con qualche possibile ricaduta anche sul medio termine. L'aumento degli swap spread sui titoli governativi potrebbe giustificare la conferma degli acquisti PEPP ai ritmi degli ultimi mesi.

La riunione di politica monetaria del 10 giugno sarà più interessante della precedente grazie alla pubblicazione delle nuove stime macroeconomiche dello staff e all'attesa creatasi intorno al PEPP, con aspettative di *tapering* meccanico del programma in risposta ai dati più robusti. In aprile, il consiglio direttivo poteva trincerarsi dietro l'assenza di sviluppi significativi, ma ora la revisione dello scenario obbligherà a prendere posizione.

Le proiezioni dello staff saranno riviste al rialzo

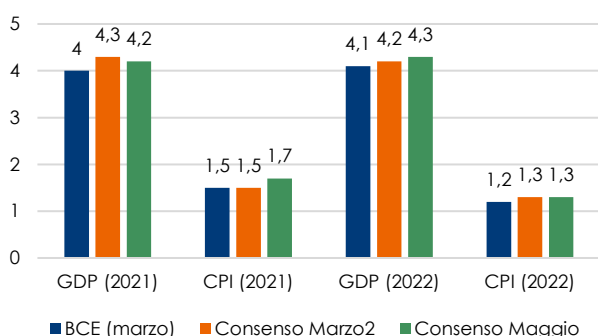
Lo scenario centrale dello staff si sta rivelando un po' troppo pessimistico sul fronte della crescita. Il decollo della ripresa nel trimestre in corso dovrebbe portare a una crescita media annua maggiore del 4% previsto in marzo, e rivisto di poco dal 3,9% di dicembre. Una revisione al rialzo della previsione per il 2021 (verso 4,2-4,3%) e forse anche per il 2022 ci sembra giustificata, anche alla luce della netta riduzione dei rischi di breve termine.

Sull'inflazione lo staff della BCE è stato colto di sorpresa dalla violenza dei movimenti di inizio anno. Il consenso è ormai salito a 1,8%, tre decimi più della stima BCE di marzo, e la nostra proiezione è a 1,9%. Considerando anche il prezzo del petrolio più elevato, una revisione verso 1,7-2,0% sembra inevitabile, e potrebbe fracimare in parte anche sul 2022-23, dove ci aspettiamo un rialzo di 1-2 decimi delle stime. Tuttavia, la previsione di medio termine resterà lontana dall'obiettivo del 2% e continuerà a giustificare senza alcun dubbio il mantenimento di una politica monetaria molto espansiva.

Il giudizio sui rischi migliorerà ancora

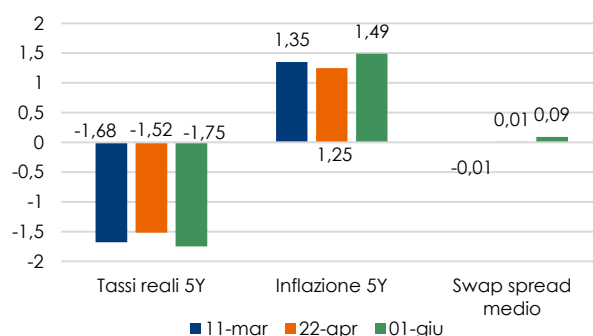
In aprile, la presidente Lagarde aveva nuovamente descritto i rischi come prevalentemente verso il basso nel breve termine, ma più bilanciati nel medio termine. Il resoconto della riunione, però, ha evidenziato che il pessimismo di breve termine stava dissolvendosi già allora, sotto la spinta delle vaccinazioni. Quattro fattori (il netto miglioramento dei dati epidemiologici in maggio, il ritmo ora molto sostenuto delle vaccinazioni, il completamento del processo di ratifica del dispositivo legale che sblocca NGEU e gli scarsi segnali finora giunti riguardo a conseguenze negative persistenti della crisi pandemica) dovrebbero indurre a un ribilanciamento del giudizio sui rischi di breve termine.

Previsioni macroeconomiche: BCE un po' sotto il consenso a marzo, e i dati recenti hanno accresciuto il divario



Fonte: BCE e Consensus Economics

Non c'è stata una restrizione significativa delle condizioni di finanziamento



Fonte: Refinitiv-Datastream

3 giugno 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

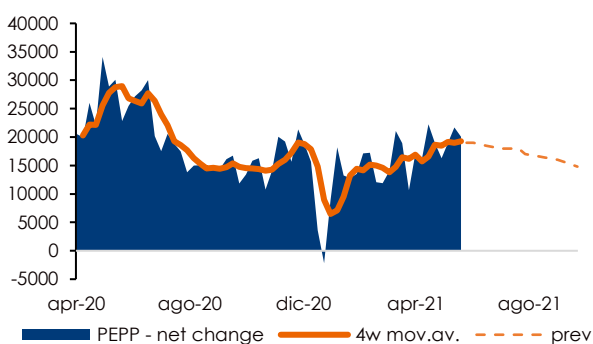
Luca Mezzomo
Economista

PEPP: tanto da guadagnare e poco da perdere a confermare gli acquisti sui livelli degli ultimi tre mesi

La revisione al rialzo delle proiezioni di crescita e inflazione e un bilancio dei rischi più favorevole implicano che il rialzo dei tassi a medio e lungo termine avvenuto nelle ultime settimane sia in parte da accettare come un naturale adeguamento delle condizioni di finanziamento al miglioramento dello scenario economico. In effetti, esso è legato principalmente all'aumento dell'inflazione implicita nella curva, a fronte di tassi reali fermi o in calo. Su questo punto sono emerse divergenze di opinione tra i membri del comitato esecutivo e i governatori delle Banche centrali nazionali. Panetta, ad esempio, in un'[intervista a Nikkei](#) ha sostenuto un'interpretazione più radicale, che vorrebbe il PEPP dispiegato aggressivamente contro qualsiasi rialzo dei tassi. Secondo Panetta, "stiamo osservando ulteriori, indesiderabili aumenti dei tassi di mercato, dopo quelli registrati nei primi mesi dell'anno", con l'effetto collaterale di un "apprezzamento persistente e non trascurabile del cambio dell'euro"; perciò, "non mi sembra che le condizioni dell'economia giustifichino una riduzione degli acquisti". Panetta sembra anche suggerire che il PEPP dovrebbe essere utilizzato per riportare l'inflazione all'obiettivo di medio termine, e non soltanto per compensare l'effetto della pandemia. Il governatore di Banque de France, Villeroy de Galhau, ha dichiarato nel [discorso](#) al Nordic Summit del 25 maggio che "qualsiasi ipotesi di riduzione degli acquisti di attività per parte del terzo trimestre o nei trimestri successivi è pura speculazione". Sul lato opposto dello spettro delle opinioni, De Guindos, Knot e Holzmann hanno segnalato che si aspetterebbero di vedere una riduzione degli acquisti netti in risposta a un miglioramento dello scenario economico.

La posizione di consenso è probabilmente quella espressa da Isabel Schnabel in un'[intervista a Reuters](#) del 28 maggio. Primo, non ci sarà una riduzione 'meccanica' degli acquisti, perché il passo dipende da stagionalità e andamento delle condizioni di finanziamento. Secondo, riguardo a queste ultime, c'è differenza se l'aumento dei tassi avviene in risposta a un miglioramento dello scenario o per fattori esterni: nel primo caso potrebbe non essere opportuno contrastare gli sviluppi con il PEPP, soprattutto se i tassi reali restano stabili.

Gli acquisti netti PEPP non dovrebbero calare significativamente nel trimestre estivo



Nota: dati in milioni di euro, flussi settimanali. Fonte: elaborazione su dati BCE e proiezioni Intesa Sanpaolo

L'impatto della crisi sui bilanci delle imprese non-finanziarie sembra modesto rispetto alla Grande Crisi Finanziaria, e già in riduzione



Fonte: BCE, conti finanziari settoriali

Anche Lane, intervistato da *Le Monde* il 10 maggio, giudicava ancora i rendimenti come relativamente "bassi e ancorati". Schnabel rileva che un fattore potrebbe giustificare il mantenimento di volumi di acquisto elevati: l'allargamento degli swap spread dei titoli governativi. D'altra parte, Schnabel ha anche rimarcato che la BCE non vuole fornire obiettivi quantitativi per il PEPP, perché gli acquisti variano in base alle condizioni di mercato.

Che cosa accadrà, dunque, agli acquisti PEPP nei prossimi mesi? In aprile e maggio, gli acquisti netti sono saliti dai 14,5 miliardi settimanali medi del primo trimestre a 18,9 miliardi. Escluso, a

nostro avviso, che possa essere segnalato un ulteriore aumento in un trimestre in cui sono presenti periodi di bassa attività, riteniamo che la BCE abbia due possibilità: segnalare semplicemente che gli acquisti netti resteranno invariati rispetto al ritmo del secondo trimestre, o preparare alla possibilità di una modesta riduzione dovuta a fattori stagionali, assicurando riguardo all'intenzione di reagire prontamente a indesiderate restrizioni delle condizioni di finanziamento. La prima opzione è più semplice da comunicare, meno rischiosa in termini di impatto di mercato e comunque non toglie flessibilità alla gestione operativa del programma.

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.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

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