

Focus Area Euro

La BCE gioca sul sicuro con gli acquisti PEPP

Il Consiglio direttivo della BCE ha confermato che gli acquisti netti PEPP resteranno a un ritmo significativamente superiore rispetto a inizio 2021. La discussione sul PEPP potrebbe diventare più vivace a settembre, se la ripresa si confermerà robusta.

Il Consiglio direttivo della BCE ha deciso di giocare sul sicuro, confermando l'indirizzo sugli acquisti netti PEPP. Si legge nel [comunicato](#) che **“il Consiglio direttivo si attende che nel prossimo trimestre gli acquisti netti nell'ambito del PEPP continuino a essere condotti a un ritmo significativamente più elevato rispetto ai primi mesi dell'anno”**. La questione della stagionalità è coperta implicitamente dalla natura flessibile del programma: “Il Consiglio direttivo condurrà gli acquisti in maniera flessibile in base alle condizioni di mercato”. Tale flessibilità si applica rispetto a tempo, classi di attività e paesi, e rimane simmetrica: il programma potrebbe non esaurire il plafond autorizzato se la situazione fosse favorevole, ma la dotazione potrebbe al contrario essere ricalibrata al rialzo se la situazione si evolvesse in modo sfavorevole. La presidente Lagarde ha dichiarato che il testo è stato approvato all'unanimità, e che il consenso è stato ampio (non unanime) riguardo al passo degli acquisti netti PEPP. Differenze di opinione in merito erano chiaramente emerse nelle ultime settimane.

Come unanimemente atteso, non ci sono variazioni ai tassi ufficiali (depo -0,50%, refi: 0%, rifinanziamento marginale: +0,25%). Anche l'indirizzo sull'andamento futuro della politica monetaria (*forward guidance*) è immutato: nessun rialzo dei tassi “finché [il Consiglio] 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”, mentre gli acquisti netti APP si interromperanno poco prima. Infine, i reinvestimenti delle scadenze PEPP continueranno almeno fino alla fine del 2023, e quelli delle scadenze APP ben oltre l'avvio del ciclo di rialzo dei tassi.

Migliora nettamente lo scenario economico atteso

Lo staff della BCE ha rivisto drasticamente al rialzo le [proiezioni](#) di crescita per il 2021 e il 2022, lasciando invariate quelle per il 2023 (v. Tab. 1). Il cambiamento riflette gli sviluppi positivi sul fronte della pandemia (vaccinazioni, dati sui contagi), il processo di riapertura avviato in queste settimane e i risultati incoraggianti delle indagini congiunturali. **La BCE si attende un vigoroso rimbalzo nel trimestre corrente e “forti progressi nel secondo semestre”**. La revisione è ancora più ampia considerando che la media annua non include la revisione pubblicata nei giorni scorsi da Eurostat per il 1° trimestre 2021. Gli stessi fattori hanno indotto la presidente Lagarde a dichiarare che **i rischi sono ora da considerare bilanciati**.

Le **proiezioni di inflazione** sono state riviste come da nostre attese (si veda ancora la Tab. 1), con un **ampio rialzo per il 2021 e il 2022, ma nessuna per le proiezioni a lungo termine** – ferme a 1,4%. Il giudizio della BCE è che “le pressioni sui prezzi rimarranno probabilmente nel complesso contenute, in parte riflettendo le basse pressioni salariali, nel contesto di un rallentamento economico ancora significativo, e di un apprezzamento del tasso di cambio dell'euro”. Il

Tab. 1- Le nuove previsioni macroeconomiche BCE

	Marzo 2021			Giugno 2021		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIL	4.0	4.1	2.1	4.6	4.7	2.1
Disoccupazione (%)	8.6	8.1	7.6	8.2	7.9	7.4
IPCA (a/a)	1.5	1.2	1.4	1.9	1.5	1.4
IPCA escl. energia e alim. (a/a)	1.0	1.1	1.3	1.1	1.3	1.4

Fonte: Banca Centrale Europea

10 giugno 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

documento previsionale evidenzia che lo staff della Banca centrale si attende che nel prossimo biennio l'accelerazione dei salari sia ampiamente compensata da un rimbalzo della produttività del lavoro. Il testo della conferenza stampa nota che "le misure basate sui sondaggi e gli indicatori basati sul mercato delle aspettative di inflazione a lungo termine rimangono a livelli contenuti".

Le prospettive della politica monetaria

Nel terzo trimestre, i volumi di acquisti netti del PEPP dovrebbero calare per fattori stagionali in luglio e agosto a 13-14 miliardi settimanali medi, per poi risalire in settembre a una media di 18 miliardi. Il calo estivo potrebbe essere compensato da un'intensificazione nelle settimane precedenti.

La riunione di politica monetaria del 22 luglio dovrebbe rivelarsi transitoria. Invece, quella del 9 settembre potrebbe condurre a qualche cambiamento concreto, se i dati dei prossimi mesi confermeranno il "robusto" rimbalzo dell'attività economica ora previsto dalla BCE. A fronte di dati incerti, o di tensioni di mercato non giustificate dall'andamento dell'economia reale, potrebbero risalire a 18 miliardi settimanali fino a novembre, per poi calare decisamente in dicembre. Ma se lo scenario macroeconomico confermasse la prospettiva di una rapida uscita dalla crisi pandemica, il Consiglio direttivo potrebbe decidere di ridurre ulteriormente i flussi a circa 10 miliardi settimanali fin da metà settembre. Il PEPP chiuderebbe l'anno con un plafond residuo di 400 miliardi. Nel 2022, riteniamo che la BCE compenserà la riduzione del PEPP con l'annuncio di un plafond aggiuntivo di massimo 200 miliardi per l'APP, utilizzato con intensità decrescente da aprile in avanti. L'APP potrebbe restare attivo fino a metà 2023, mentre un rialzo dei tassi ci sembra ipotizzabile soltanto dal 2024 in poi.

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 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@intesasnpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasnpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mamei (Responsabile)

62128

paolo.mamei@intesasnpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasnpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasnpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasnpaolo.com