INTESA SANPAOLO

Macro

Focus Area Euro

BCE: le prospettive migliorano e il PEPP rallenta

9 settembre 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

La Banca Centrale Europea ha annunciato un **"moderato" ridimensionamento degli acquisti netti realizzati nell'ambito del PEPP**, oltre a significative revisioni delle proiezioni macroeconomiche. Nulla cambia per i tassi ufficiali (DFR: -0,50%, MRO: 0%, MLF: 0,25%), né per l'APP.

Negli ultimi mesi del 2021, dunque, gli acquisti netti PEPP saranno condotti a un ritmo "moderatamente inferiore" rispetto ai sei mesi precedenti. Riteniamo che l'atterraggio potrebbe avvenire circa a metà strada fra i 14,6 miliardi del primo trimestre e i 18,1 miliardi del periodo aprile-settembre. La decisione è totalmente giustificata, alla luce della drastica riduzione delle emissioni nette di titoli sovrani, del miglioramento delle prospettive economiche e, infine, della resilienza delle condizioni di finanziamento.

La presidente Lagarde ha fatto capire che **il destino del PEPP sarà deciso a metà dicembre**, in una riunione di politica monetaria che si preannuncia molto calda. In tale occasione, oltre a delineare la strategia di uscita dal PEPP, la BCE valuterà anche che cosa fare con il **programma TLTRO**.

La previsione di crescita 2021 è stata rivista al rialzo, ma ancora non abbastanza alla luce della revisione del 2° trimestre fatta da Eurostat. La revisione più significativa delle proiezioni è quella che ha interessato l'**inflazione**, **rivista al rialzo su tutto l'orizzonte**. Se a dicembre la proiezione 2023 salirà ulteriormente a 1,6%, il divario con lo scenario pre-COVID sarà stato colmato, spianando la strada alla chiusura del PEPP il 31 marzo 2022. Ovviamente, la soglia del 2% resta molto lontana, e i mercati hanno buone ragioni per ritenere il primo rialzo dei tassi ufficiali molto lontano nel tempo.

PEPP: acquisti "moderatamente inferiori" nel 4° trimestre 2021

La dichiarazione di politica monetaria si apre annunciando che "il Consiglio direttivo ritiene che possano essere mantenute condizioni di finanziamento favorevoli con **un ritmo degli acquisti netti di attività nel quadro del [...] PEPP moderatamente inferiore rispetto ai due trimestri precedenti**". Ha trovato quindi conferma la nostra aspettativa, peraltro condivisa dal 60% degli analisti, secondo l'ultimo sondaggio Reuters. La decisione è stata unanime, secondo quanto la presidente ha dichiarato in risposta a una domanda.

L'indicazione resta vaga, perché comunque la BCE "condurrà gli acquisti in **maniera flessibile in base alle condizioni di mercato**, allo scopo di evitare un inasprimento delle condizioni di finanziamento incompatibile con il contrasto dell'effetto al ribasso della pandemia sul profilo previsto per l'inflazione": la flessibilità fra classi di attività e fra paesi viene confermata senza modifiche. Da aprile, il PEPP ha generato acquisti netti settimanali pari a circa 18,1 miliardi settimanali in media, ma variabili fra 10,7 miliardi (minimo del 30/7) e 24,3 miliardi (massimo della settimana fino al 25/6) in base alle circostanze contingenti. Nel quarto trimestre si potrebbe tornare a livelli a metà strada fra quelli del primo trimestre, quando il flusso medio è stato di 14,6 miliardi, e quelli degli ultimi sei mesi.

Tab. 1- Le nuove previsioni macroeconomiche BCE

	Giugno 2021			Settembre 2021		
	2021	2022	2023	2021	2022	2023
PIL	4.6	4.7	2.1	5.0	4.6	2.1
Disoccupazione (%)	8.2	7.9	7.4	7.9	7.7	7.3
IPCA (a/a)	1.9	1.5	1.4	2.2	1.7	1.5
IPCA escl. energia e alim. (a/a)	1.1	1.3	1.4	1.3	1.4	1.5

Fonte: Banca Centrale Europea

Lo scenario macroeconomico

La BCE ha rivisto al rialzo la previsione di crescita del PIL al 5,0% nel 2021 (un livello che appare già troppo basso, considerando la revisione al rialzo del 2° trimestre), prevedendo il ritorno ai livelli pre-pandemici alla fine di quest'anno invece che a metà 2022. Nel medio termine, la BCE si attende che "l'economia rimbalzi con vigore", e i rischi sono ritenuti bilanciati. Tuttavia, la proiezione 2022 non è stata innalzata: la BCE ritiene (giustamente) che la maggiore crescita 2021 rifletta un *anticipo* di riaperture.

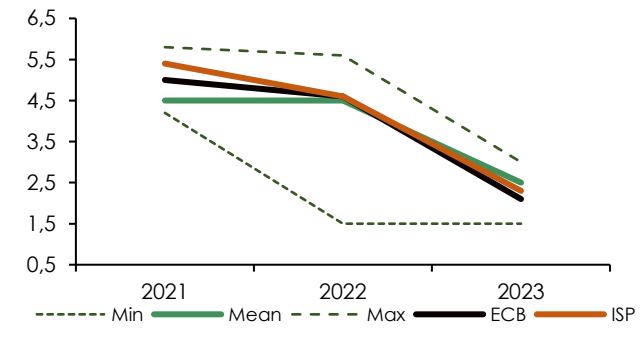
La revisione più significativa riguarda lo scenario di inflazione: tutto il profilo è stato innalzato, inclusa la proiezione per il 2023 (ora a 1,5%), muovendolo circa in linea con la mediana del consenso. Le proiezioni terminali si sono avvicinate alla soglia coerente con la chiusura del PEPP (1,6%), ma restano lontane dalla soglia che potrebbe indurre la BCE a muovere i tassi ufficiali (2,0%). Da notare che la BCE ora parla di **pressioni al rialzo sull'inflazione sottostante**, anche se si stanno sviluppando molto lentamente. Il consiglio sembra valutare anche i rischi come sbilanciati al rialzo, in relazione all'incertezza sulla persistenza dei colli di bottiglia in alcune filiere produttive, che potrebbero potenzialmente favorire anche rinnovi salariali più generosi. Se lo scenario si svilupperà come atteso, riteniamo che a dicembre la BCE rivedrà ulteriormente al rialzo la previsione di lungo termine, pur mantenendola ben sotto il 2%.

L'evoluzione attesa della politica monetaria BCE

La BCE attenderà fino a dicembre prima di comunicare la sua strategia di uscita dal PEPP (in particolare, se il programma sarà chiuso il 31 marzo, come la maggioranza degli analisti prevede, o se sarà esteso, e se saranno adottate misure compensative temporanee). **La presidente Lagarde ha ripetuto più volte che la riunione di politica monetaria del 16 dicembre sarà cruciale** da questo punto di vista, mentre ha ridimensionato la rilevanza dell'appuntamento del 28 ottobre. La chiusura del programma il 31 marzo 2022 ha come presupposto una nuova revisione al rialzo delle proiezioni di inflazione e la conferma dello scenario di ripresa in occasione dell'aggiornamento di fine anno. **In dicembre, la BCE valuterà anche se rinnovare il programma TLTRO**.

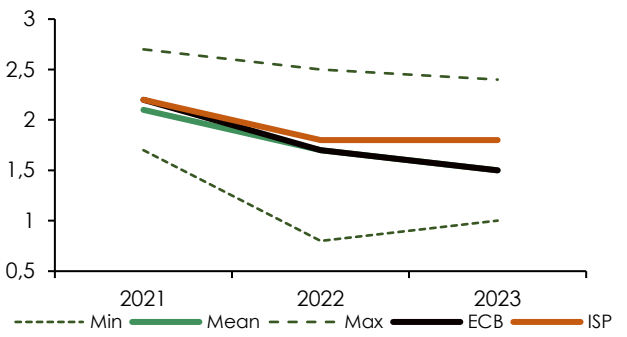
La nostra previsione macroeconomica di lungo termine al momento è coerente con l'avvio di una fase di rialzo dei tassi dal 2024, preceduta di due trimestri dalla chiusura del programma APP. La maggioranza del *panel* Reuters assume questo come lo scenario più probabile, anche se in diversi ritengono che la BCE dovrà mantenere una politica monetaria molto accomodante ben oltre il 2024.

Proiezioni BCE a confronto con il consenso: PIL



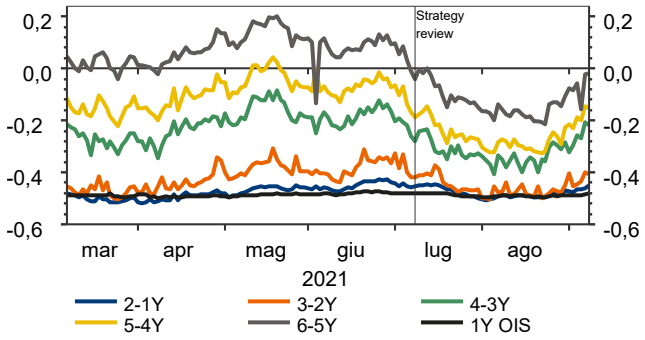
Fonte: Refinitiv (Polls, agg. 2/9/2021), BCE e Intesa Sanpaolo

Proiezioni BCE a confronto con il consenso: Inflazione



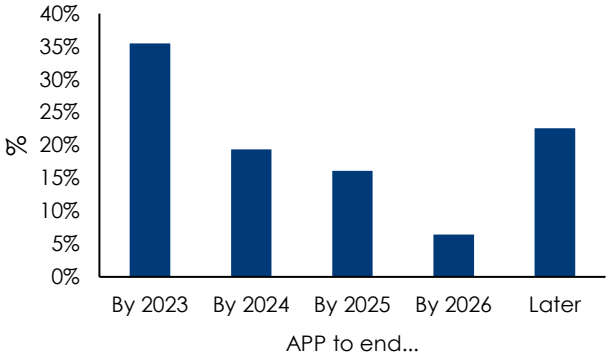
Fonte: Refinitiv (Polls, agg. 2/9/2021), BCE e Intesa Sanpaolo

Gli OIS forward non incorporano nessun rialzo dei tassi fino al 2024



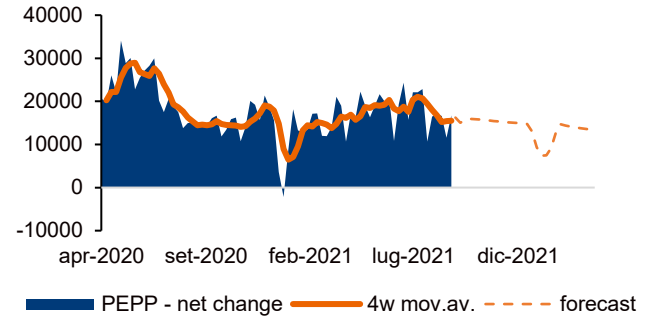
Fonte: Refinitiv Datastream

Durata del programma APP secondo il panel Reuters



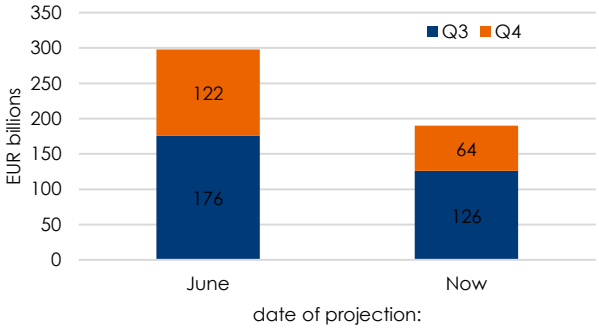
Fonte: Reuters, sondaggio del settembre 2021

PEPP: acquisti "moderatamente inferiori" nel 4° trimestre



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

La correzione di rotta è ridimensionata da emissioni nette di titoli sovrani e sovranazionali UE molto basse rispetto alle previsioni



Fonte: elaborazioni e proiezioni Intesa Sanpaolo

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
Andrea Volpi	62339	andrea.volpi@intesasanpaolo.com