

BCE obbligata dai dati ad annunciare nuove misure di stimolo

La riunione del Consiglio Direttivo BCE del 12 settembre si preannuncia molto delicata.

I dati economici non hanno fornito alcuna evidenza di quel miglioramento significativo che sarebbe stato necessario per evitare nuove misure di stimolo. Riteniamo **probabili nuove limature delle previsioni ufficiali di crescita e inflazione**, ora più alte delle nostre e del consenso. Quindi, **non c'è dubbio che dovranno essere annunciate nuove misure**. Ma quali?

I verbali della riunione di luglio hanno rafforzato le attese di un pacchetto di misure che includa sia tagli dei tassi ufficiali (del depo rate, non del refi), sia la ripresa degli acquisti netti dell'APP. I vertici della BCE non hanno fatto nulla per smentire tali attese, il che suggerisce che sono piuttosto fondate.

Un taglio dei tassi anche di 20pb non dovrebbe incontrare grande opposizione. Né ci dovrebbe essere troppa resistenza a confermare un *easing bias* sui tassi, magari potenziato dalla prospettiva di misure di mitigazione del costo delle riserve.

Tuttavia, riprendere gli acquisti senza che vi sia una minaccia di deflazione, e con l'economia ancora in crescita, rappresenta un rilevante cambiamento della strategia di politica monetaria, e operato alla scadenza del mandato del presidente. Alcune voci critiche si sono alzate a fine agosto, ma non è chiaro quanto siano condivise nel Consiglio.

Qualora sia necessario raggiungere un compromesso, la ripresa degli acquisti netti potrebbe essere rinviata e resa condizionale ai dati, magari potenziando il taglio dei tassi.

A fronte dell'attivismo della BCE, monta anche in Europa lo scetticismo riguardo l'efficacia della politica monetaria nel controllare l'inflazione.

10 settembre 2019

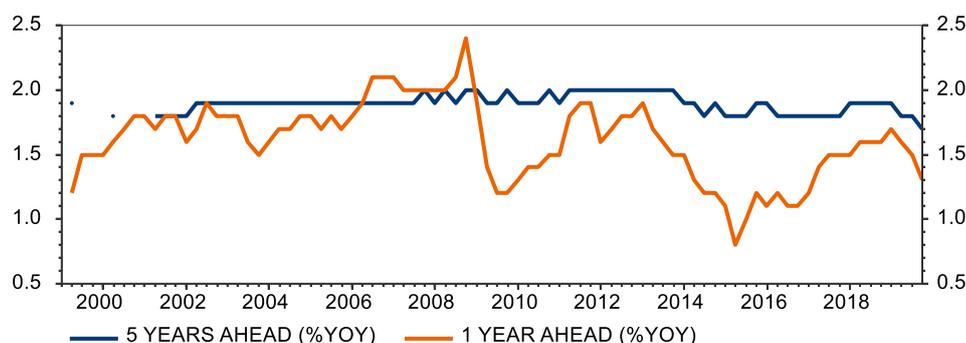
Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo

ESEMPIO

Eurozona: analisti più scettici sulla capacità della BCE di centrare l'obiettivo di inflazione



Fonte: elaborazione su dati BCE, Survey of Professional Forecasters

Documento basato sulle informazioni disponibili al 10 settembre 2019

Vedere l'Appendice per la certificazione degli analisti e per importanti comunicazioni

Si preannuncia un dibattito acceso alla riunione del Consiglio Direttivo (GC) BCE del 12 settembre. Negli ultimi mesi, la Banca centrale ha alimentato aspettative di allentamento su più fronti. Quando sul mercato si è consolidata l'attesa di un pacchetto che include tagli dei tassi e riavvio degli acquisti netti APP, risultato anche di dati economici indicativi di una perdurante debolezza nel settore manifatturiero, non c'è stata reazione. Una reazione da parte di chi non condivide tale impostazione è emersa soltanto a partire da fine agosto, ma è stata liquidata come una battaglia di retroguardia dai mercati. Tuttavia, far ripartire l'APP senza rischi di deflazione rappresenta un cambiamento non marginale della strategia di politica monetaria. Vediamo come si è arrivati a questo punto.

La linea ufficiale delineata a luglio

La riunione del GC del 25 luglio si era conclusa con la dichiarazione che "se le prospettive di inflazione a medio termine continueranno a essere inferiori al valore perseguito, il GC è determinato a intervenire", adeguando "tutti i suoi strumenti, ove opportuno, per assicurare che l'inflazione si avvicini stabilmente al livello perseguito".

Nel [resoconto della riunione di politica monetaria del 25 luglio](#) si fa cenno all'idea di presentare le varie opzioni di intervento come "un pacchetto, cioè una combinazione di strumenti con significative complementarità e sinergie", che una parte del consiglio ritiene "più efficace rispetto a una sequenza di azioni selettive". In particolare, viene fatto cenno alla "combinazione di tagli dei tassi e acquisti di attività". Tuttavia, i verbali precisano anche che "la scelta degli strumenti e il progetto del pacchetto dovrebbero riflettere la relativa efficacia dei diversi strumenti nel rispondere alle esigenze future".

I verbali non rivelano il grado di sostegno di cui gode tale posizione, e non riportano voci di dissenso. Viene fatta menzione di un "ampio accordo" soltanto in merito all'adattamento della *forward guidance* e all'avvio di lavori preparatori in due ambiti: (a) misure di mitigazione dei tassi negativi e (b) "opzioni per la dimensione e la composizione di potenziali nuovi acquisti netti di attività finanziarie". Quella del "pacchetto" sarebbe "una opinione" espressa da un numero non precisato di membri. Ma una qualche evidenza che **esista una resistenza interna a misure molto aggressive** è emersa da interviste e discorsi nelle ultime settimane (v. Tabella C a p. 9). **Knot** (Olanda) e **Lautenschläger** (comitato esecutivo) hanno dichiarato che l'APP è lo strumento giusto a fronte di un rischio di deflazione, che però adesso non c'è. **Weidmann** (Germania), non votante a luglio, è contrario a un allentamento dei limiti dell'APP; inoltre, non ritiene che vi sia necessità in questa fase di ulteriori misure di stimolo, anche perché la loro efficacia si riduce e ne aumentano gli effetti collaterali. Un'altra voce critica, in questo caso anche riguardo ai tassi negativi, è quella del nuovo governatore austriaco, **Holzmann**. Weidmann ha anche affermato che non ritiene opportuno procedere a significative modifiche della strategia di politica monetaria prima che si insedi il nuovo presidente, Christine Lagarde, e ha anche contestato la tesi che l'obiettivo di inflazione sia simmetrico.

Soltanto il governatore della Suomen Pankki, **Rehn**, ha parlato il 19 agosto di una volontà di "esagerare" con lo stimolo, piuttosto che procedere gradualmente.

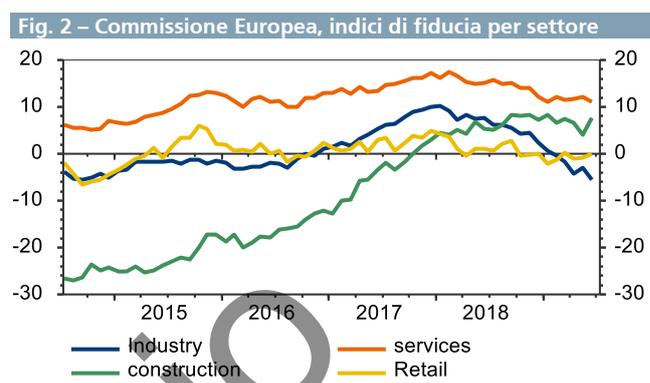
Altri si sono limitati a ripetere la linea ufficiale del 25 luglio, cioè che la politica monetaria dovrà restare molto accomodante e che nuove misure saranno annunciate in assenza di miglioramenti significativi.

L'evoluzione della situazione economica dal 25 luglio

Non c'è alcun dubbio: i dati usciti tra fine luglio ed agosto non hanno offerto alcuno spunto per ritenere più probabile una convergenza dell'inflazione all'obiettivo. La condizione posta a luglio per *non* agire non è soddisfatta. Analizziamo la situazione nel dettaglio.



Fonte: Refinitiv



Fonte: Commissione Europea

L'attività manifatturiera continua a contrarsi, ma costruzioni e servizi per ora compensano

In generale, il settore manifatturiero continua a contrarsi, per la somma di problemi settoriali (auto, chimica) e della flessione del commercio internazionale. Proprio in questi giorni stanno uscendo i primi dati di produzione di luglio: a seguito della contrazione in Germania (-0,8% m/m) e Italia, malgrado l'incremento in Francia, Olanda e alcune economie più piccole è probabile che il dato aggregato sia in contrazione, compatibile con una flessione nel 3° trimestre pari o superiore a quella del 2°. Le indagini congiunturali non prospettano un significativo rimbalzo a breve termine, e restano coerenti con un'ulteriore contrazione degli indici.

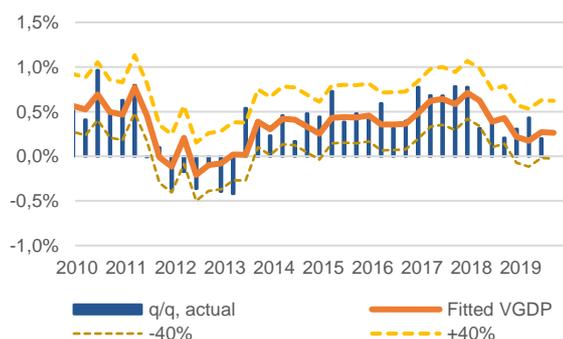
Fino ad ora, la dinamica di costruzioni e terziario è ancora sufficiente a garantire un'espansione dell'economia europea, che sembra destinata a registrare una **modesta crescita del PIL su base congiunturale anche nel 3° trimestre**. I modelli basati sulle indagini congiunturali segnalano una variazione di 0,2-0,3% t/t e di 0,8-1,1% a/a, almeno con i dati disponibili fino ad agosto, con bassa probabilità di recessione nel breve termine. Per quanto riguarda le politiche fiscali, si attende nel 2020 un allentamento del saldo strutturale: erano 2 decimi di punto percentuale di PIL secondo le stime di giugno della BCE, ma potrebbe essere di più se la Germania si deciderà ad allentare ulteriormente la politica fiscale nei prossimi mesi. Assieme agli stabilizzatori automatici, ciò dovrebbe contrastare gli effetti della contrazione dell'attività manifatturiera.

Tuttavia, la fiducia delle imprese potrebbe iniziare a erodersi anche fuori dall'industria, se la debolezza di quest'ultima continuasse troppo a lungo. Anche nelle **costruzioni**, il giudizio sull'andamento dell'attività è meno positivo rispetto a inizio anno: i dati (oltre agli indici di fiducia, le richieste di permesso a costruire e i dati di produzione) sono potenzialmente coerenti con un arresto della crescita degli investimenti in costruzioni.

Inoltre, **diversi fattori di rischio si stanno concretizzando** (guerra commerciale USA-Cina, Brexit), anche se il rischio Italia è sparito dal radar dopo il cambiamento della maggioranza di governo. Il governo Johnson sembra orientato a portare il Regno Unito fuori dall'Unione Europea il 31 ottobre, malgrado il tentativo della Camera dei Comuni di legargli le mani attraverso un provvedimento di legge. Ciò significa che la fine del 2019 potrebbe essere caratterizzata da ulteriore debolezza, e che la domanda estera rivolta alle imprese continentali risentirà nel 2020 della possibile recessione del Regno Unito. Peraltro, questi fattori rendono ancora meno probabile che gli investimenti privati si dimostrino reattivi a un eventuale allentamento delle condizioni finanziarie.

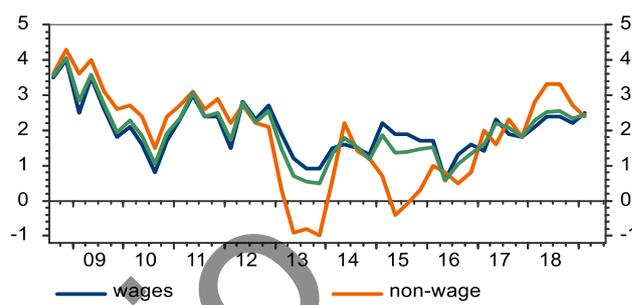
Conseguentemente, **le nuove previsioni dello staff dovranno incorporare qualche revisione al ribasso**, coerente con il venir meno dello scenario di ripresa dal 2° semestre. Le stime di consenso sulla crescita del PIL sono calate in agosto a 1,1% e 1,2% rispettivamente per il 2019 e il 2020, contro l'1,2 e 1,4% della BCE. **Le nostre stime interne stanno scivolando verso 1,1 e 1,0%**, in quanto siamo ora orientati a pensare che l'economia tedesca non riaccelererà prima del 2020.

Fig. 3 - Crescita ancora positiva nel 3° trimestre



Fonte: stime Intesa Sanpaolo su dati Eurostat e IHS Markit. La stima qui rappresentata è basata sul livello e la variazione degli indici PMI

Fig. 4 - Costo del lavoro in accelerazione (var.ne % a/a)



Fonte: Eurostat

Salari, margini e prezzi: la catena interrotta

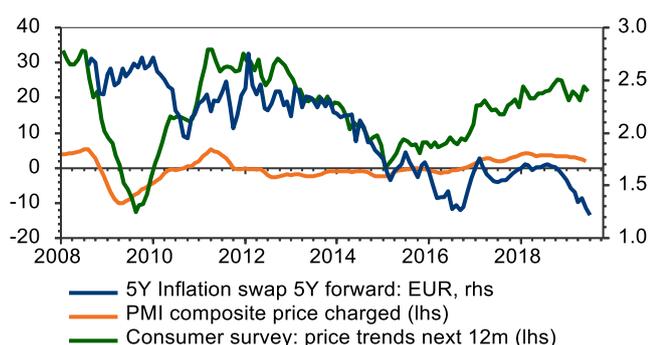
I dati di agosto non hanno mostrato evoluzioni significative della dinamica di prezzi e salari. Nel complesso, si sta confermando la tendenza a una **graduale accelerazione delle retribuzioni**, coerente con il calo del tasso di disoccupazione; tuttavia, l'aumento dei salari non si riflette in un'accelerazione dei costi di produzione né dei prezzi al consumo. **La dinamica dell'IPCA sottostante (escludendo alimentari freschi ed energia) è sostanzialmente immutata da tre anni.**

Lo sviluppo più clamoroso riguarda in realtà la lettura che gli operatori finanziari fanno delle prospettive di inflazione. Mentre la valutazione dei consumatori sulle prospettive dei prezzi mostra maggiori attese di aumento (le più elevate dal 2012, in effetti), e l'indice PMI dei prezzi applicati resta sopra 50, l'inflazione implicita a cinque anni ha continuato a calare, divergendo sempre più dalle valutazioni di imprese e famiglie. Né pare che la promessa di nuovo stimolo abbia sortito alcun effetto positivo; ciò ha suscitato un dibattito all'interno del Consiglio direttivo BCE. L'ultimo a parlarne è stato De Guindos: come altri prima di lui, ha sottolineato che la BCE deve affidarsi a una pluralità di fonti informative, e non soltanto ai mercati finanziari. In generale, diversi esponenti hanno ridimensionato l'affidabilità dei mercati finanziari come indicatore delle prospettive di inflazione. Nei verbali del 25 luglio si rimarca che il calo dell'inflazione a termine riflette una riduzione del premio per il rischio.

Anche i sondaggi sulla politica monetaria stanno mostrando un crescente scetticismo dei partecipanti riguardo alla capacità della politica monetaria di alterare il livello dell'inflazione. In passato, le previsioni di inflazione mostravano una grande fiducia nella capacità della Banca centrale di garantire il raggiungimento dell'obiettivo; recentemente, però, si nota uno scivolamento verso il basso delle previsioni di lungo termine: nel sondaggio di luglio della SPF, per esempio, l'inflazione di lungo termine è scesa a 1,7% (v. grafico in copertina). Questo significa che **comincia a farsi strada l'idea che la dinamica inflazionistica stia diventando strutturalmente più moderata rispetto al passato**, malgrado l'attivismo della politica monetaria. D'altronde, in Giappone decenni di politica monetaria iper-espansiva non sono riusciti a generare inflazione. Tale evoluzione delle aspettative dovrebbe indurre a cautela nell'ipotizzare revisioni al rialzo dell'obiettivo di inflazione; inoltre, depotenzia anche l'efficacia di annunci come quello di luglio relativamente alla simmetria dell'obiettivo.

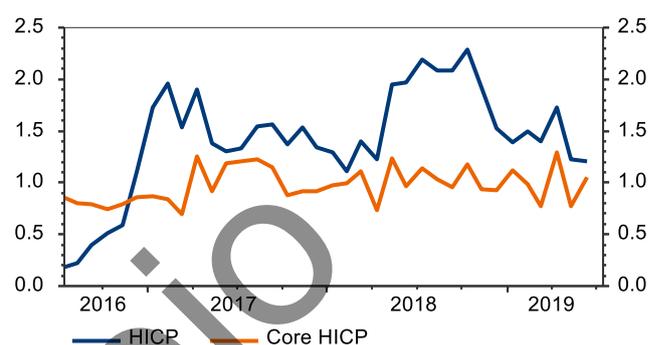
Le previsioni di consenso per il 2020 sono inferiori a quelle della BCE di due decimi (v. Tabella B), che salgono a 4 decimi nel caso dell'inflazione sottostante. A nostro giudizio, alla luce del rallentamento in corso e delle scarse prospettive di rialzo delle quotazioni petrolifere è probabile che l'inflazione resti su livelli modesti nel 2020. Anche in questo caso, perciò, **ci attendiamo una revisione al ribasso delle stime dello staff.**

Fig. 5 - Inflazione: le aspettative di mercato divergono sempre più da quelle dei consumatori



Fonte: Eurostat, Refinitiv Datastream Charting e IHS Markit

Fig. 6 - Inflazione sottostante immobile dal 2016

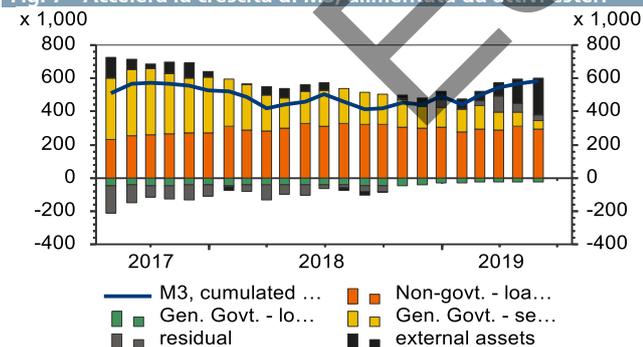


Fonte: Eurostat

Le condizioni finanziarie sono ancora più accomodanti di prima

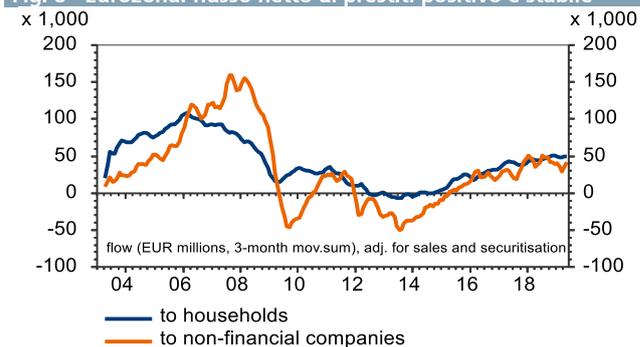
L'annuncio di luglio ha condotto a un ulteriore allentamento delle condizioni finanziarie, ancora prima che siano adottate misure concrete. I tassi di mercato monetario sono calati su tutte le scadenze, anticipando un taglio dei tassi di 10-20pb. I tassi swap sono scesi di un minimo di 10pb sulla scadenza biennale fino a 23pb su quella decennale, il che è sfociato in un appiattimento delle curve dei tassi, soltanto in parte rientrato negli ultimi giorni. Si è osservato anche un indebolimento dell'euro contro dollaro di circa l'1%. Tali variazioni sarebbero in parte riassorbite se la BCE annunciassse misure al di sotto delle aspettative.

Fig. 7 - Accelera la crescita di M3, alimentata da attivi esteri



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

Fig. 8 - Eurozona: flusso netto di prestiti positivo e stabile



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati BCE

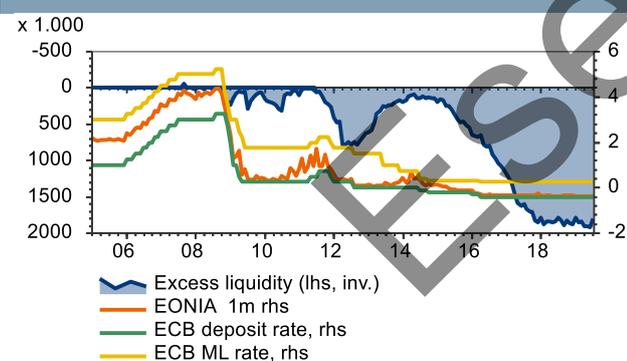
I dati monetari hanno evidenziato un'accelerazione del **tasso di crescita di M3 superiore alle attese**, a 5,2% a/a, dovuto alla dinamica record di M1 (7,8%) a fronte di un andamento stazionario di M2-M1 (+0,1% a/a) e a un calo meno marcato di M3-M2 (-1,2%). Fra le controparti, la BCE ha segnalato che la crescita degli impieghi è quasi immutata sia rispetto alle imprese (3,9%), sia rispetto alle famiglie (3,4%). La crescita di M3 si riflette sempre più in una **crescita delle attività nette sull'estero**, che contribuiscono per 2,9 punti percentuali contro i 3,2 del credito al settore privato.

Che cosa annuncerà la BCE il 12 settembre?

Malgrado le voci contrarie appena ricordate, che sono sembrate voler un po' moderare le aspettative dei mercati, **una forte maggioranza di analisti e investitori dà per scontato che la BCE taglierà i tassi** (consenso Reuters: 10pb) **e farà ripartire gli acquisti netti dell'APP già in ottobre** (consenso Reuters: 30 miliardi al mese). I mercati scontano un taglio immediato del tasso sui depositi a -0,6%, seguito da un'ulteriore riduzione nel 2020 a -0,8%; l'andamento delle curve segnala che anche la ripresa degli acquisti netti è stata incorporata nei prezzi.

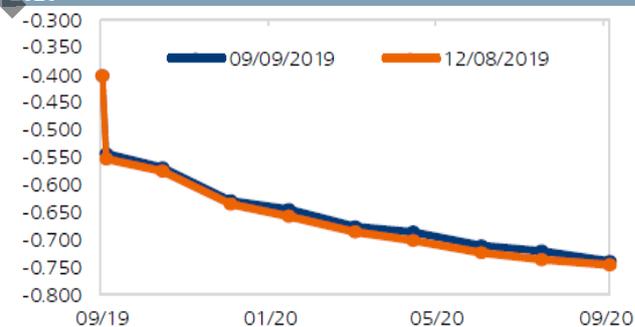
Tuttavia, come anticipato, malgrado questa diffusa opinione che la BCE *deve* fare qualcosa, dai sondaggi emerge **anche un forte consenso che le misure saranno inutili a riportare l'inflazione all'obiettivo**. La stessa BCE, d'altronde, sta regolarmente chiudendo le sue conferenze stampa dopo le riunioni di politica monetaria con appelli a fare uso dello spazio fiscale: "tutti i paesi dovrebbero intensificare gli sforzi per conseguire una composizione delle finanze pubbliche più favorevole alla crescita", per citare la conferenza stampa di luglio. Pure Weidmann sembra convinto che le misure fiscali sarebbero più efficaci di quelle monetarie, se fosse necessario agire (cosa di cui non è per nulla convinto, come è emerso dall'intervista del 24 agosto a FAS). Alla fine, perciò, **la principale motivazione a favore delle nuove misure è che la BCE ha promesso di fare qualcosa se la situazione non fosse migliorata, non che tali misure siano davvero utili al raggiungimento dell'obiettivo**. Se non altro, l'allentamento monetario non dovrebbe aggravare il rallentamento dell'economia. Al massimo, aumenterà il rischio futuro di eccessi speculativi su attività finanziarie e mercato immobiliare, oltre a incentivare un aumento della leva finanziaria delle imprese che potrebbe rendere un futuro rialzo dei tassi più pericoloso.

Fig. 9 - BCE: corridoio dei tassi ufficiali, EONIA ed eccesso di liquidità



Fonte: Refinitiv Datastream Charting, BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Fig. 10 - La curva OIS sconta un taglio del tasso sui depositi di 20pb con probabilità >50%, seguito da un'altra riduzione nel 2020



Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo su dati Refinitiv

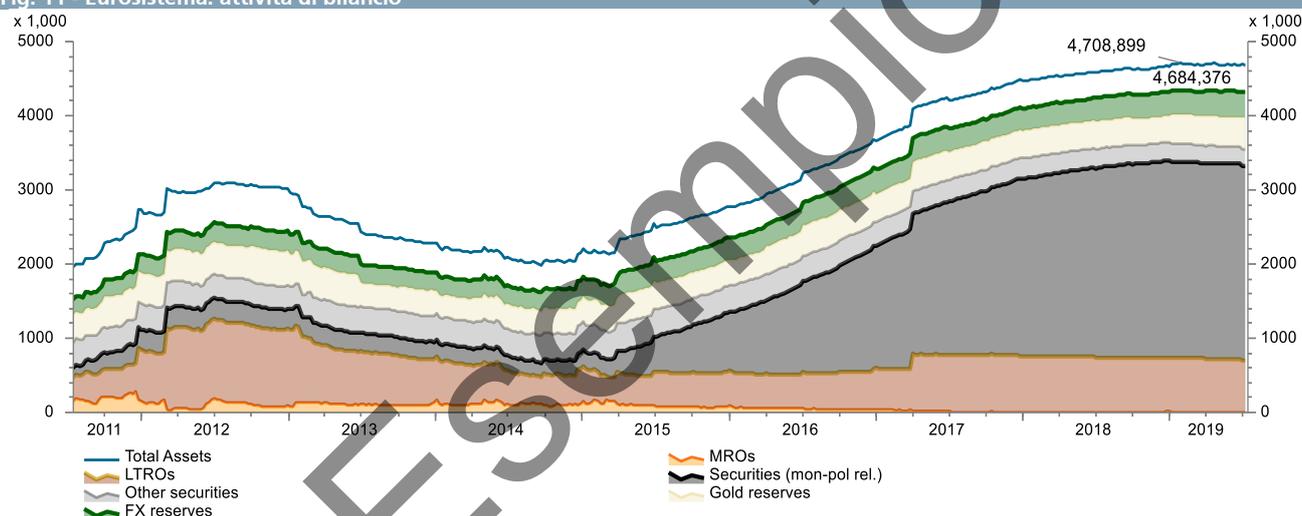
La nostra aspettativa è che l'annuncio includa un **taglio del tasso sui depositi di 10 o 20pb**. Forse potrebbero arrivare anche modifiche alle condizioni delle TLTRO III per renderle più appetibili. Né si deve escludere qualche ulteriore passo per introdurre un sistema di compensazione per il costo delle riserve in eccesso (soprattutto come misura per mantenere vive le aspettative di ulteriori tagli, a rinforzo dell'*easing bias* che resterà). Come aveva spiegato Lane alcuni mesi fa, il taglio del tasso sui depositi è considerato importante anche per tenere bassi i rendimenti a lungo termine.

Ci sarà probabilmente una divisione all'interno del GC riguardo all'opportunità di far ripartire gli **acquisti netti dell'APP**. Il silenzio dei vertici BCE di fronte al coagularsi di forti aspettative di una ripresa dell'APP suggerisce che l'intenzione di proporla c'è davvero. Le dichiarazioni contrarie ascoltate recentemente sembrano più un tentativo di smarcarsi da una decisione che non si condivide, che una strategia di indirizzo delle aspettative. Tuttavia, la ripresa degli acquisti non sarebbe un passo innocuo: gli acquisti netti dell'APP erano originariamente stati presentati come

la risposta della BCE al rischio di deflazione, come ha ricordato Lautenschläger, ma oggi non c'è alcun rischio di deflazione. Perciò, **il riavvio dell'APP corrisponderebbe a un significativo mutamento della strategia di politica monetaria, per giunta effettuato poco prima che si insedi il nuovo presidente. Ci sarebbero buoni motivi per prendere la decisione a dicembre, piuttosto che il 12 settembre o il 24 ottobre.** Nel caso in cui non ci fosse abbastanza consenso per far ripartire subito gli acquisti netti, la conferenza stampa e il comunicato saranno probabilmente disegnati in modo da mantenere viva l'attesa che ciò possa avvenire nei prossimi mesi, in modo da contenere la reazione negativa dei mercati. Tale messaggio potrebbe essere rafforzato da un eventuale allentamento dei vincoli che caratterizzano l'operatività del programma, ma anche su questo fronte il consiglio sarà probabilmente diviso. Insomma, si preannuncia una riunione delicata e molto importante, a tale riguardo.

Non si può escludere che la ricerca del consenso in un GC spaccato imponga soluzioni di compromesso. Sul piatto, ci saranno la dimensione del taglio dei tassi, la dimensione degli acquisti netti dell'APP, i tempi per l'avvio di questi ultimi (eventualmente condizionato ai dati).

Fig. 11 - Eurosystem: attività di bilancio



Fonte: BCE ed elaborazioni Intesa Sanpaolo

Tabella A – Calendario delle prossime riunioni di politica monetaria del Consiglio direttivo

Year	2019	2020	2021	2022
2019			12/09	24/10
2020	23/01	12/03	30/04	04/06
2021	16/07	10/09	29/10	10/12

Fonte: Banca Centrale Europea, <https://www.ecb.europa.eu/press/calendars/mgccc/html/index.en.html>

Tabella B – Previsioni macroeconomiche dello staff e stime di consenso

	BCE			Consensus Forecasts		
	2019	2020	2021	2019	2020	2021
PIL reale	1.2	1.4	1.4	1.1	1.2	-
IPCA	1.3	1.4	1.6	1.3	1.4	-
IPCA escl. alimentari freschi, energia	1.1	1.4	1.6	1.1	1.2	-

Fonte: Banca Centrale Europea e Consensus Economics

Tabella C - Interventi di membri del Consiglio direttivo dall'ultima riunione			
Membro	Data	Tipo	Messaggio
Holtzmann (Austria)	01/09	Intervista a ORF	Scettico riguardo ai tassi negativi. La probabilità di ulteriori effetti positivi dello stimolo monetario è "molto bassa". Di contro, "stanno molto crescendo i rischi di breve e lungo termine" connessi al rischio di cattiva allocazione delle risorse. "Probabilmente darò voce a una posizione in qualche modo più critica riguardo ai suggerimenti " di allentare in futuro la politica monetaria.
Hernández de Cos (Spagna)	31/08	Discorso	Sostiene la simmetria dell'obiettivo di inflazione. La BCE dovrebbe avviare un progetto per chiarire gli obiettivi di inflazione e discutere possibili alternative all'attuale strategia di politica monetaria. Ricorda che il Consiglio è pronto a intervenire su tutti gli strumenti per assicurare la convergenza all'obiettivo di inflazione.
Lautenschläger	30/08	Intervista a Market News	C'è incertezza, ma la tendenza del mercato del lavoro è positiva e la domanda domestica è resiliente. "Sulla base dei dati attuali, è di gran lunga troppo presto per un ampio pacchetto di misure ". "L'APP dovrebbe essere usato soltanto se c'è un rischio di deflazione; e ora non si vedono rischi di deflazione da nessuna parte". "Vorrei prima vedere i dati di settembre e se saranno necessarie misure aggiuntive [...] Non dimentichiamoci che abbiamo già una politica monetaria molto accomodante". "C'è bisogno di più analisi" riguardo al <i>tiering</i> . Possibile un repricing delle TLTRO III in particolari circostanze. Un taglio dei tassi di 10 o 20pb è molto meno importante rispetto alla <i>forward guidance</i> .
Knot (Olanda)	29/08	Dichiarazioni a Bloomberg	L'APP è lo strumento corretto da impiegare a fronte di un rischio di deflazione, che però ora non c'è. Le attese del mercato sono esagerate ("overdone"). Non vede alcun valore aggiunto nel lancio di un pacchetto di misure. Le revisioni alle stime in settembre saranno marginali.
De Guindos	27/08	Discorso	Le decisioni devono basarsi su una molteplicità di fonti informative, e non soltanto su mercati e parere di esperti. La BCE intende raccogliere più informazioni dai consumatori e, allo stesso tempo, comunicare di più con i consumatori. Bisogna prendere le aspettative incorporate nei prezzi di mercato con cautela. Inoltre, "tante più indicazioni forniamo sul futuro, tanto meno informativi diventano i segnali di mercato".
Weidmann (Germania)	24/08	Intervista a FAS	"Lo scenario è incerto" ma ci sono stabilizzatori fiscali automatici in azione e il governo tedesco ha spazio fiscale, se necessario. "La questione è se siano necessarie nuove misure monetarie sulla base dello scenario di inflazione, in particolare considerando che la loro efficacia si riduce e ne aumentano gli effetti collaterali". Nel caso in cui l'APP debba essere riattivato, ci sarebbe spazio anche senza modificarne i limiti (che ritiene non dovrebbero essere allentati). Weidmann è contrario a una revisione dell'obiettivo di inflazione e a un'interpretazione simmetrica dell'obiettivo di inflazione attuale. "Su eventuali adeguamenti della strategia per la politica monetaria, a mio parere, si dovrebbe decidere sotto la nuova Presidente ".
Müller (Estonia)	19/08		"L'inflazione è lontana dal nostro obiettivo [...] ciò potrebbe significare che la BCE dovrà ulteriormente stimolare l'economia. Il Consiglio direttivo ne discuterà alla riunione di metà settembre".
Rehn (Finlandia)	19/08	dichiarazioni	"Resta necessario un significativo grado di stimolo monetario per assicurare che le condizioni finanziarie restino molto favorevoli e per sostenere la crescita dell'Eurozona e le pressioni inflazionistiche domestiche". "Stiamo attualmente esaminando varie opzioni, fra le quali un rafforzamento della nostra <i>forward guidance</i> , misure di mitigazione connesse al tasso negativo sui depositi e opzioni riguardo a dimensione e composizione di un possibile nuovo programma di acquisti". Meglio "esagerare con lo stimolo".

Fonte: elaborazioni Intesa Sanpaolo

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice		
Tel. 02 879+(6) – 02 8021 + (3)		
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		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasnpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasnpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasnpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasnpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasnpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasnpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasnpaolo.com

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 Banca IMI S.p.A. Milano, Banca IMI SpA-London Branch (membro del London Stock Exchange) e da Banca 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. Banca IMI S.p.A. e Intesa Sanpaolo S.p.A. sono entrambe società del Gruppo Intesa Sanpaolo. Intesa Sanpaolo S.p.A. e Banca IMI S.p.A. sono entrambe banche autorizzate dalla Banca d'Italia ed entrambe sono regolate 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.

Né Intesa Sanpaolo S.p.A. né Banca IMI S.p.A. 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. e Banca IMI S.p.A.

Intesa Sanpaolo S.p.A. pubblica e distribuisce ricerca ai soggetti definiti 'Major US Institutional Investors' negli Stati Uniti solo attraverso Banca IMI Securities Corp., 1 William Street, New York, NY 10004, USA, Tel: (1) 212 326 1199.

Per i soggetti residenti in Italia: il presente documento è distribuito esclusivamente a clienti professionali e controparti qualificate come definiti nel Regolamento Consob no. 20307 del 15.02.2018, come successivamente modificato ed integrato, in formato elettronico e/o cartaceo.

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 Banca IMI Securities Corp. negli Stati Uniti (vedi il dettaglio dei contatti sopra).

Il presente documento è per esclusivo uso del soggetto cui esso è consegnato da Banca IMI e 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 Banca IMI e/o 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 Banca IMI e/o 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 Thomson Reuters-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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/governance/ita_digs_231_2001.jsp 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo <https://www.bancaimi.com/bancaim/chisiamo/documentazione/normative.html>. 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://www.group.intesasnpaolo.com/scripts/sir0/si09/studi/ita_wp_studi.jsp 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.

Banca IMI S.p.A., una delle società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, 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.