INTESA SANPAOLO

Focus - BCE

Politica monetaria a fine corsa

13 settembre 2019

Intesa Sanpaolo
Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic and
Fixed Income Research

Luca Mezzomo

La reazione dei mercati all'annuncio delle nuove misure BCE mostra che la politica monetaria è percepita ormai come a fine corsa. Non si deve escludere una nuova limatura del tasso sui depositi, se i dati di inizio 2020 saranno ancora deludenti, e gli acquisti netti dureranno almeno un anno. Ma, come ha ammesso Draghi, ora toccherebbe ai governi agire.

La reazione dei mercati alle misure di politica monetaria annunciate dalla Banca Centrale Europea è stato caratterizzato da notevole volatilità e incertezza. Eppure il pacchetto è stato ampio, includendo pressoché ogni misura ipotizzabile in questa fase: un piccolo taglio dei tassi con la conferma dell'orientamento a tagliare ancora in futuro, un miglioramento delle condizioni sulle TLTRO III, la ripresa degli acquisti netti nell'ambito dell'APP al ritmo di 20 miliardi mensili senza una fine prefissata. Sono arrivate anche le misure di mitigazione dei tassi negativi sul costo delle riserve in eccesso, che ora sono esentate dal tasso negativo fino a sei volte la riserva obbligatoria.

Una parte dell'incertezza deriva proprio dalle implicazioni del nuovo sistema di remunerazione della riserva. Le riserve in eccesso saranno aumentate nei prossimi mesi dalla ripresa dell'APP. Al momento, stimiamo che il nuovo meccanismo potrebbe esentare dal tasso negativo circa il 45% dell'eccesso di riserve, quota destinata a scendere nel tempo, riducendo gli oneri complessivi per il sistema bancario nonostante il taglio del tasso sui depositi da -0,4% a -0,5%. La quota che resta soggetta al tasso negativo è sufficientemente ampia da ritenere che continuerà a schiacciare i tassi di interesse a brevissimo termine sul pavimento del corridoio. Tuttavia, ci sono attese che il nuovo meccanismo possa far salire i tassi in alcuni segmenti del mercato, come quello repo.

Ma non c'è soltanto questo. Come segnalavamo prima della riunione, c'era già un diffuso scetticismo riguardo all'efficacia della politica monetaria, in questa fase. La BCE sembra condividere tale opinione, come è emerso dalla conferenza stampa di ieri. Draghi ha esortato di nuovo i governi a utilizzare attivamente la politica fiscale per contrastare il rallentamento, segnalando che questa è un'opinione unanime nel consiglio direttivo. Il forte accento posto su tale aspetto, la riluttanza a considerare un allentamento dei limiti dell'APP e l'evidenza di un'opposizione, per quanto minoritaria, agli acquisti netti sono fattori che hanno probabilmente indotto una revisione al rialzo delle aspettative sull'andamento dei tassi ufficiali, e anche di quelle sulla dimensione dell'APP. Il mercato era arrivato a scontare una discesa dell'Eonia fino a -0,8% entro fine 2020, mentre ora il punto di arrivo si colloca a -0,58% a novembre 2020.

Come sempre, il percorso futuro non è predeterminato: dipende dall'andamento dell'economia, che rimane incerto. Due considerazioni, a tale riguardo.

Primo, la BCE si attende ancora una riaccelerazione della crescita da inizio 2020, pur avvisando che tale scenario non include una uscita senza accordo del Regno Unito (uno dei fattori di rischio al ribasso). Le proiezioni di inflazione per il 2020 sono calate significativamente, e ci sembrano ora soggette a rischi più simmetrici; tuttavia, la ripresa del 2021 dipende dal concretizzarsi della riaccelerazione dell'economia reale. Perciò il primo semestre del prossimo anno potrebbe portare a una nuova limatura dei tassi, se le aspettative andassero di nuovo deluse (ad esempio, per gli effetti della Brexit).

Secondo: al momento, la BCE prevede un'inflazione ancora piuttosto lontana dall'obiettivo nel 2021, il che sembra implicare che gli acquisti netti si potrebbero estendere oltre il 2020. Tuttavia, il clima interno al consiglio direttivo potrebbe cambiare dopo un anno di crescita più robusta. Sicché, nel caso in cui le previsioni si rivelassero corrette, non si può escludere che il consiglio direttivo cambi idea in merito. Di contro, le prospettive globali sono così incerte al momento che la BCE potrebbe ben essere costretta a mantenere gli acquisti netti attivi anche nel 2021. In tal caso, però, il problema dei limiti non potrebbe più essere rinviato

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

	BCE (settembre 2019)				BCE (giugno 2019)			Consensus (Agosto 2019)	
	2018	2019	2020	2021	2019	2020	2021	2019	2020
PIL reale	1.9	1.1	1.2	1.4	1.2	1.4	1.4	1.1	1.1
IPCA	1.8	1.2	1.0	1.5	1.3	1.4	1.6	1.3	1.3
IPCA escl. Energia e alimentari freschi	1.0	1.1	1.2	1.5	1.1	1.4	1.6	1.1	1.2

Fonte: BCE e Consensus Economics

Documento basato sulle informazioni disponibili al 13 settembre 2019

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

Le misure di politica monetaria annunciate il 12 settembre

La BCE ha annunciato una serie di misure di stimolo, nel complesso abbastanza vicine alle attese di consenso, ma con qualche sorpresa:

- Una **limatura del tasso sui depositi da -0,40% a -0,50%**, lasciando immutato il livello del tasso sulle OPR (operazioni principali di rifinanziamento) e del tasso sul rifinanziamento marginale. Il taglio degli altri due tassi ufficiali non è neppure stato considerato. Questo è meno di quanto il mercato scontava (-0,6%), ma la porta non è chiusa a nuove limature.
- Infatti, è arrivata la **conferma dell'*easing bias*,** con possibilità di ulteriori tagli dei tassi fino a quando le prospettive dell'inflazione non convergeranno energicamente (*robustly*) all'obiettivo, e non si stabilizzeranno a un livello un po' sotto il 2%.
- Viene introdotto un **sistema di remunerazione delle riserve a due livelli**, che consentirà di esentare una parte dell'eccesso di riserve dal tasso negativo sui depositi (fino a 6 volte la riserva obbligatoria). Questa è una misura finalizzata a contenere il rischio di effetti perversi sul credito dovuti al costo delle riserve in eccesso, la cui dimensione è destinata a crescere con la ripresa degli acquisti netti.
- Si annuncia la **riattivazione degli acquisti netti nell'ambito dell'APP al ritmo di 20 miliardi mensili**, con decorrenza 1 novembre, **senza scadenza prefissata**: "fino a quando necessario per rafforzare l'impatto di stimolo dei suoi tassi ufficiali", con l'aspettativa che siano terminati fino a poco prima che inizi il rialzo dei tassi. La dimensione degli acquisti è minore rispetto alle stime di consenso, ma l'assenza di una scadenza fissa dovrebbe essere interpretata favorevolmente. Questa parte dell'annuncio è la più clamorosa, perché inizialmente l'APP era lo strumento contro il rischio di deflazione.
- Il reinvestimento delle scadenze APP esteso *fino a dopo che sarà iniziato il rialzo dei tassi ufficiali*.
- Infine, **le condizioni delle TLTRO III sono state rese più attraenti**: ora sarà applicato il tasso medio sulle OPR, oppure il tasso sui depositi medio se la crescita degli impieghi supera il benchmark, calcolati sulla vita dell'operazione, senza più prevedere l'addizionale di 10pb. Inoltre, la durata delle operazioni è stata estesa da 2 a 3 anni.

L'opposizione c'è stata, ma circoscritta

L'opposizione agli acquisti netti emersa nelle scorse settimane, dunque, si è rivelata minoritaria. A una domanda specifica, il presidente Draghi ha risposto innanzi tutto che c'è stata unanimità riguardo al fatto che il principale strumento di intervento dovrebbe oggi essere la politica fiscale, e non la politica monetaria. Come previsto, **l'accordo è stato "ampio" su tutte le misure tranne gli acquisti netti.** Anche sugli acquisti netti, però, Draghi ha dichiarato che la **maggioranza è stata sufficientemente larga da non richiedere un voto formale**. Inoltre, ha dichiarato che non è stata considerata l'ipotesi di acquisti maggiori di quelli annunciati. Ugualmente, l'ipotesi di revisione dell'obiettivo di inflazione non viene neppure considerata.

L'introduzione del sistema di *tiering* per la remunerazione delle riserve è stato il prezzo da pagare per il taglio dei tassi. A livello di sistema bancario europeo, con il taglio del *depo rate* si sarebbe prodotto un aumento del costo da 7,5 a 9 miliardi di euro; con il nuovo meccanismo, inizialmente il 45% delle riserve in eccesso dovrebbe essere sottratto alla penalizzazione. Ma il 70% delle riserve è detenuto dalle banche di Germania, Olanda e Francia, dove si concentrerà il beneficio. In aggregato, la quota residua di riserve colpite dal tasso negativo pare abbastanza alta da impedire che i tassi di mercato monetario possano allontanarsi dal *depo rate*, ma è più difficile valutare se la quota di banche senza riserve penalizzate sarà abbastanza bassa da essere irrilevante (se non lo fosse, queste ultime potrebbero attrarre liquidità dalle banche che superano la quota esente). Si attende comunque un rialzo dei tassi *repo*.

La natura aperta del programma di acquisti è la parte più sorprendente dell'annuncio. In particolare, la dichiarazione che sarà terminato a ridosso del rialzo dei tassi, implica indirettamente che gli acquisti netti continueranno fino a quando l'inflazione non avrà raggiunto l'obiettivo.

Tale passo, quindi, ci avvicina un po' alla giapponesizzazione della politica monetaria in Europa. Legando gli acquisti netti al raggiungimento dell'obiettivo di inflazione, data la minore efficacia della politica monetaria in questa fase, si apre alla prospettiva del trasferimento di una quota crescente del debito pubblico nel bilancio dell'Eurosistema attraverso acquisti netti superiori alle emissioni nette dei governi. Se tale impostazione sarà confermata, probabilmente ciò renderebbe necessario nel tempo anche un allentamento dei criteri di allocazione degli acquisti, dato che l'Eurosistema già detiene oltre il 30% del debito tedesco *eligible*. Draghi ha però dichiarato che **gli acquisti netti potranno continuare per un periodo "piuttosto lungo" senza bisogno di discutere dei limiti**. In effetti, la BCE ha già annunciato che saranno possibili acquisti di titoli *non pubblici* con rendimenti inferiori al tasso sui depositi (per quelli pubblici tale possibilità era già prevista).

A mitigare la radicalità dell'annuncio sulla durata degli acquisti netti, va detto che si tratta di una *aspettativa* del Consiglio Direttivo, che potrebbe mutare nel tempo. Ma ciò è vero anche per l'indirizzo che la BCE fornisce sui tassi ufficiali. In effetti, **se e come l'*easing bias* si tradurrà in nuove misure di stimolo, e per quanto gli acquisti continueranno, sono questioni che dipendono dall'evoluzione dell'attività economica reale nel 2020.**

Le nuove previsioni: rischi più sulla crescita che sull'inflazione

A tale riguardo, **le previsioni dello staff sull'inflazione e la crescita sono state limate**, come previsto. La crescita è stimata 1,1 e 1,2% rispettivamente nel 2019 e nel 2020, con una più marcata accelerazione nel 2021. Le stime sono appena superiori alle nostre proiezioni: tuttavia, Draghi ha ricordato che lo scenario di base non include l'ipotesi di *no-deal Brexit*, che potrebbe quindi portare a ulteriori limature della crescita, se si realizzasse. Molto dipende dalla credibilità di uno scenario di riaccelerazione della Germania nel 2020, che pare ancora essere ritenuto quello centrale.

L'inflazione è invece prevista a 1,2% e 1,0% rispettivamente, con una risalita successiva a 1,5%. La stima 2020 è scesa di ben 4 decimi, di 2 per l'aggregato che esclude energia ed alimentari. In questo caso, i numeri per il primo biennio sono pressoché identici ai nostri.

Tale scenario implica nel 2020 un'accelerazione della crescita reale maggiore di quanto non appaia dalle medie annue. Quindi, se lo scenario è corretto, **nel primo semestre del 2020 servirà un significativo miglioramento dei dati per evitare una nuova limatura dei tassi**. Non ci sarebbe scenario migliore per la BCE di una pronta riaccelerazione del ciclo economico europeo a inizio 2020, che sarebbe percepita come un successo delle misure aggressive messe in campo quest'anno. Tuttavia, anche la BCE è conscia che l'efficacia della politica monetaria, in questa fase, è molto ridotta.

Nel secondo semestre, invece, se i dati saranno migliorati come da scenario di base, potrebbe iniziare un dibattito riguardo all'opportunità di ridurre lo stimolo, e la svolta maturerebbe forse nel 2021. Tuttavia, lo scenario macroeconomico internazionale è così incerto che il bilancio dei rischi potrebbe obbligare la Banca centrale a continuare gli acquisti netti anche nel 2021, mantenendo un orientamento molto espansivo della politica monetaria e sperando però che sia la politica fiscale a risolvere il problema con strumenti più efficaci.

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@intesasanpaolo.com
Fixed Income		
Sergio Capaldi	62036	sergio.capaldi@intesasanpaolo.com
Chiara Manenti	62107	chiara.manenti@intesasanpaolo.com
Federica Migliardi	62102	federica.migliardi@intesasanpaolo.com
Macroeconomia		
Andrej Arady	62513	andrej.arady@intesasanpaolo.com
Guido Valerio Ceoloni	62055	guido.ceoloni@intesasanpaolo.com
Paolo Mameli	62128	paolo.mameli@intesasanpaolo.com
Giovanna Mossetti	62110	giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com
Alessio Tiberi	32834	alessio.tiberi@intesasanpaolo.com
Mercati Valutari		
Asmara Jamaleh	62111	asmara.jamaleh@intesasanpaolo.com
Materie Prime		
Daniela Corsini	62149	daniela.corsini@intesasanpaolo.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.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/governance/ita_dlgs_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 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://www.group.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/si09/studi/ita_doc_governance.jsp, ed in versione sintetica sul sito di Banca IMI S.p.A. all'indirizzo https://www.bancaimi.com/bancaimi/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.intesasanpaolo.com/scriptIsir0/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.