

Focus Area Euro

BCE: una revisione senza rivoluzioni

La revisione della strategia di politica monetaria annunciata dalla Banca Centrale Europea conferma il passaggio a un obiettivo simmetrico del 2%, ma lascia all'interpretazione del consiglio direttivo quanta tolleranza esprimere nei confronti delle deviazioni dell'inflazione da tale livello. L'inclusione del costo dell'abitazione occupata dai proprietari nell'indice dei prezzi utilizzato come riferimento potrebbe forse far salire l'inflazione osservata.

APP, forward guidance e TLTRO entrano nello strumentario ordinario. Il secondo pilastro dell'analisi passa formalmente da monetario a finanziario, operazione che nei fatti si era già compiuta.

La maggiore sorpresa è che la nuova strategia si applicherà già alla riunione di politica monetaria del 22 luglio, e che in tale occasione anche la struttura del comunicato ufficiale sarà cambiata radicalmente.

Quali sono le implicazioni? Nel 2021, e anche nel 2022-23, nessuno si aspettava alcuna modifica nella politica monetaria, PEPP a parte, e la revisione non cambia tale prospettiva. La rilevanza del cambiamento sarà verificabile soltanto quando l'inflazione sarà tornata all'obiettivo: quanto lungo sarà il periodo transitorio di inflazione sopra l'obiettivo che il consiglio direttivo tollererà? E quanto ampia sarà una deviazione moderata? La risposta dipenderà dal contesto di quel momento.

Non ci sono vere sorprese nella revisione della strategia di politica monetaria annunciata oggi dalla Banca Centrale Europea nel suo [comunicato](#), a parte l'accelerazione che il processo ha subito nelle ultime settimane: in effetti, la nuova strategia sarà implementata già alla prossima riunione del 22 luglio.

La dichiarazione tocca 4 punti: la definizione dell'obiettivo primario, la misura dell'inflazione, i pilastri dell'analisi di politica monetaria e l'individuazione degli strumenti che possono essere utilizzati per conseguire l'obiettivo.

1. La definizione dell'obiettivo della politica monetaria: 2%, simmetrico con tolleranza discrezionale delle deviazioni

La questione era quella di precisare che cosa debba intendersi per stabilità dei prezzi. Mentre oggi "stabilità" era un'inflazione nel medio termine vicina *ma inferiore al 2%*, la nuova definizione è quella di **inflazione al 2% nel medio termine**. L'obiettivo è ora simmetrico, in quanto le deviazioni

Obiettivo di inflazione: il nuovo ideale è un ritorno alla situazione pre-crisi finanziaria



Fonte: Eurostat , Datastream Charting e proiezioni Intesa Sanpaolo

8 luglio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

verso il basso e verso l'alto sono ugualmente indesiderabili. Tuttavia, siccome resta la consapevolezza che non è possibile attuare un *fine tuning* dell'inflazione, la BCE dovrà tollerare moderati scostamenti. Ci torneremo tra breve. Quando l'economia è vicina al limite inferiore, oltre ad adottare misure energiche e persistenti per risollevare l'inflazione, la BCE potrebbe anche puntare a compensare tali fasi con un "periodo transitorio di inflazione moderatamente sopra l'obiettivo".

Il cambiamento a un obiettivo simmetrico era stato ampiamente annunciato nei mesi scorsi. Quello che manca è una definizione quantitativa chiara della simmetria, e in particolare dei **margini di tolleranza riguardo alle deviazioni dall'obiettivo del 2%**. La BCE ha preferito alla fine tenersi le mani libere: **"la risposta di politica monetaria appropriata a una deviazione dell'inflazione dall'obiettivo è specifica del contesto e dipende dall'origine, dall'entità e dalla persistenza della deviazione"**. L'ideale sembra costituito dal ritorno a una situazione tipo quella che ha caratterizzato il primo decennio dell'unione economica e monetaria, cioè fino alla Grande Crisi Finanziaria. Tuttavia, l'ultimo decennio ha anche dimostrato che tutti, banche centrali incluse, fanno molta fatica a prevedere come l'inflazione si evolverà, e un periodo lungo di eccezionale stimolo monetario non ha riportato l'inflazione al 2%. A una domanda specifica su questo punto, la presidente Lagarde ha dichiarato che la BCE ha imparato dalla storia e che parte della risposta è la cooperazione fra politica monetaria e fiscale.

Nella misura in cui la stabilità dei prezzi così definita è rispettata, la BCE può contribuire al perseguimento di altri obiettivi: "crescita economica equilibrata", "un'economia sociale di mercato altamente competitiva orientata alla piena occupazione e al progresso sociale", "un alto livello di protezione e miglioramento nella qualità dell'ambiente".

2. La misura dell'inflazione: sempre IPCA, ma con più peso al costo della casa

La BCE conferma che l'inflazione continuerà a essere misurata sulla base dell'IPCA/HICP, ma che ha avviato con Eurostat un progetto per includere il costo dell'abitazione occupata dal proprietario. Nel frattempo, "il Consiglio direttivo nelle sue valutazioni di politica monetaria terrà conto, nel frattempo, delle misure di inflazione che includono le stime iniziali del costo delle abitazioni di proprietà nella sua più ampia serie di indicatori supplementari di inflazione". Anche questo cambiamento è stato largamente anticipato. L'inclusione del costo dell'immobile occupato dal proprietario dovrebbe aumentare la misura di inflazione.

3. L'analisi di politica monetaria: si allarga il secondo pilastro

La vecchia impostazione dei due pilastri (uno economico, l'altro monetario) viene modificata ufficialmente: ora si parla di **analisi economica**, da una parte, e di **analisi monetario-finanziaria** dall'altra. Il secondo pilastro ora considera vari "indicatori monetari e finanziari, con particolare attenzione al funzionamento del meccanismo di trasmissione monetaria e ai possibili rischi per la stabilità dei prezzi a medio termine derivanti da squilibri finanziari e fattori monetari". Nei fatti, la BCE stava già operando così: lo testimonia, ad esempio, il continuo riferimento alle condizioni di finanziamento nella valutazione degli acquisti netti PEPP e la scarsa attenzione prestata ormai da tempo a M3.

4. La cassetta degli attrezzi: APP e TLTRO diventano ordinari

La dichiarazione conferma un'altra aspettativa molto diffusa, cioè che molti degli strumenti non convenzionali dispiegati dal 2009 in poi sarebbero diventati strutturali. La *forward guidance*, l'APP, le TLTRO continueranno a essere impiegati quando appropriato. Inoltre, il riferimento alla volontà di intervenire in modo determinato di fronte al calo dell'inflazione verso lo zero sembra connesso alla possibilità di rispolverare, di fronte a situazioni eccezionali, anche misure eccezionali come il PEPP.

Per quanto concerne l'adattamento del quadro di politica monetaria per contrastare il cambiamento climatico, un [altro comunicato stampa](#) informa che la BCE adeguerà il quadro che guida l'allocazione degli acquisti di obbligazioni societarie per incorporare i criteri del cambiamento climatico e "introdurrà obblighi di informativa per le attività del settore privato come nuovo criterio di ammissibilità o come base per un trattamento differenziato per le garanzie e gli acquisti di attività".

Infine, la presidente Lagarde ha avvisato durante la conferenza stampa che la dichiarazione del 22 luglio sarà cambiata radicalmente: il testo sarà molto abbreviato e semplificato.

Implicazioni: poche per ora, ma quanto ampia e persistente sarà la tolleranza per l'inflazione più alta nei prossimi anni?

Nel 2021, e anche nel 2022-23, nessuno si aspettava alcuna modifica nella politica monetaria, e la revisione non cambia in alcun modo tale prospettiva. La rilevanza del cambiamento sarà verificabile soltanto quando l'inflazione sarà tornata all'obiettivo: quanto lungo sarà il periodo transitorio di inflazione sopra l'obiettivo che il consiglio direttivo tollererà? E quanto ampia sarà una deviazione moderata? La risposta dipenderà dal contesto economico e istituzionale di quel momento, e non è predeterminabile.

Sulla base delle attuali previsioni di inflazione della BCE, che anche nel 2023 restano ben sotto l'obiettivo, la nuova strategia di politica monetaria sembra sostanzialmente escludere che i tassi ufficiali possano essere aumentati almeno fino al 2024. In effetti, il mercato dei futures ha ridotto di ben 11 pb il tasso implicito sulla scadenza dicembre 2025, e il regime di tassi negativi ora è visto perdurare fino al 2026. Tuttavia, se a inizio 2024 l'analisi economica inducesse a prevedere un significativo rialzo dell'inflazione nel medio termine, questa conclusione si dimostrerebbe precipitosa.

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 Mameli (Responsabile)	62128	paolo.mameli@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