

Focus Area Euro

La BCE ribadisce che sarà paziente nel rialzare i tassi

22 luglio 2021

La BCE ha agganciato le indicazioni prospettiche sui tassi ufficiali (o *forward guidance*) al nuovo obiettivo del 2%. Inoltre, la BCE ha deciso di utilizzare la metà lontana dell'intervallo di previsione come riferimento per valutare se l'obiettivo è raggiunto: l'obiettivo deve essere raggiunto ben prima della fine dell'orizzonte di previsione e quindi mantenuto per il resto del periodo; inoltre, deve essere confermato dalla dinamica dell'inflazione sottostante.

Direzione Studi e Ricerche

Si badi, però, che la regola non sarà applicata meccanicamente: resta una valutazione 'politica' effettuata del consiglio direttivo. Come la presidente Lagarde ha segnalato, la decisione sulla *forward guidance* è stata presa a larghissima maggioranza, e non all'unanimità.

Macroeconomic Research

Entra nel comunicato l'avvertenza che la BCE sarà paziente nel reagire al conseguimento dell'obiettivo, e che quindi l'inflazione potrebbe transitoriamente e moderatamente eccedere il 2%. Secondo la presidente, però, ciò sarà 'accidentale' e non deliberato.

Luca Mezzomo
Economista

Non ci sono altre modifiche all'assetto della politica monetaria: tutto immutato su APP e PEPP. L'indicazione prospettica sull'APP resta collegata a quella sui tassi, come prima.

La discussione sugli acquisti netti PEPP avverrà a settembre sulla base delle nuove previsioni dello *staff*. Con l'ascesa della variante Delta in pieno sviluppo, diventa più probabile che non sia decisa una riduzione neppure in tale occasione, sebbene la BCE si sia mostrata abbastanza positiva riguardo alla possibilità di osservare un impatto economico contenuto.

La nuova formulazione delle indicazioni prospettiche sui tassi ufficiali

La BCE ha incorporato nel comunicato stampa il nuovo obiettivo di politica monetaria, modificando la *forward guidance* (indicazioni prospettiche) di conseguenza. Se molte delle modifiche erano scontate, c'è qualche novità rilevante. La presidente Lagarde ha dichiarato che la decisione non è stata unanime, ma a "schacciante maggioranza" ("overwhelming majority"). Il nuovo assetto delle indicazioni prospettiche include 3 elementi fondamentali, e uno collaterale:

- **L'obiettivo di inflazione è espressamente formulato in forma prospettica, e non retrospettiva.** Il riferimento temporale per la valutazione è fissato "ben prima della fine del suo orizzonte di previsione",
- Tuttavia, **il raggiungimento dell'obiettivo deve essere confermato "per il resto dell'orizzonte di previsione"**. Questo sembra indicare che la svolta di politica monetaria richiederà necessariamente previsioni di inflazione al 2% o oltre almeno per il secondo e terzo anno dello scenario di previsione.
- Il criterio si riferisce all'indice generale dei prezzi, ma continua a essere integrato da una **valutazione dell'inflazione sottostante**, che deve registrare "progressi [...] sufficientemente avanzati da essere coerenti" con la stabilizzazione dell'inflazione al 2%.
- Nel comunicato trova posto l'avvertenza che "ciò può anche implicare un periodo transitorio in cui l'inflazione è moderatamente al di sopra dell'obiettivo". Perciò, la BCE segnala che eserciterà una certa **pazienza prima di alzare i tassi ufficiali**. La presidente ha precisato che tale fase di superamento dell'obiettivo non sarà il risultato di una scelta deliberata, ma un fatto 'accidentale', perché tutte le deviazioni dall'obiettivo restano sgradite. Penso che si possa interpretare tale passaggio ipotizzando che in fase di uscita dalla fase di bassa

inflazione la BCE sia disposta a correre un certo rischio di trovarsi temporaneamente in ritardo nella correzione della politica monetaria, in un contesto di previsioni di inflazione vicine all'obiettivo anche se marginalmente superiori ad esso. Tale impostazione dovrebbe evitare il rischio di un rialzo intempestivo come quello del 2011.

APP e PEPP: nessuna modifica neppure alle indicazioni prospettiche

L'indicazione prospettica sull'APP è rimasta invariata. Non è quindi passata l'ipotesi di sganciare la condizione sugli acquisti da quella sui tassi. Il testo recita che:

- Gli acquisti netti proseguiranno "per tutto il tempo necessario per rafforzare l'impatto accomodante dei suoi tassi di riferimento e per terminare poco prima che inizino ad aumentare i tassi di interesse di riferimento", e
- i reinvestimenti delle scadenze di capitale APP continueranno "per un periodo di tempo prolungato oltre la data in cui inizia ad aumentare i tassi di interesse chiave della BCE, e comunque per il tempo necessario a mantenere condizioni di liquidità favorevoli e un ampio grado di accomodamento monetario".

Riguardo al PEPP, in questa occasione la BCE ha semplicemente confermato che gli acquisti netti continueranno a un ritmo significativamente superiore ai primi mesi dell'anno, come atteso; la scadenza resta prevista al 31 marzo 2022, o comunque "fino a quando la crisi pandemica sarà ritenuta conclusa". La presidente ha dichiarato che il PEPP non è stato oggetto di discussione in nessun aspetto, così come le TLTRO.

Il futuro prossimo della politica monetaria BCE: battaglia sul PEPP a settembre, riduzione degli acquisti non scontata

La *forward guidance* esclude che si possano formare aspettative di interventi sui tassi ufficiali nei prossimi mesi. Riguardo all'APP, possiamo dare per scontato che gli acquisti netti non cambieranno fino a quando il PEPP (più flessibile) resterà operativo.

Alla riunione di settembre la BCE dovrà decidere se confermare le indicazioni attuali (che suggeriscono di attendersi acquisti significativamente più elevati che a inizio anno), o se segnalare una possibile riduzione, come vorrebbero alcuni 'falchi' all'interno del consiglio direttivo. In attesa dell'esito della Survey of Monetary Analysts (SMA) di luglio, i risultati aggregati di quella di giugno evidenziavano che il consenso degli analisti propende per l'ipotesi che la BCE ridurrà gli acquisti netti PEPP marginalmente nel quarto trimestre 2021, e più nettamente nel primo trimestre 2022. Indicazioni analoghe sono venute da altri sondaggi, come quelli di Reuters e di Bloomberg.

Considerando che il PEPP ha l'obiettivo di contrastare gli effetti della pandemia sulle prospettive di inflazione, riteniamo che la ripresa dei contagi sposti l'ago della bilancia verso uno scenario di conferma dei volumi PEPP nel 4° trimestre 2021, per rinviare a dicembre la decisione su un'eventuale riduzione. Nella stessa direzione spingerà anche la necessità di sostenere la revisione della strategia con un quadro non contraddittorio di politica monetaria: una stretta sul PEPP a settembre, se non sostenuto da un netto miglioramento del quadro pandemico, rischia di arrestare la normalizzazione delle aspettative di inflazione. Nel complesso, la diffusione delle vaccinazioni sembra aver ridotto ulteriormente gli impatti delle ondate di contagio, e quindi la necessità di una reazione di politica economica. Tuttavia, la rapida diffusione della variante Delta ha dimostrato che la guerra non è ancora del tutto vinta, e il livello di incertezza a settembre potrebbe anche essere superiore rispetto a oggi.

Le implicazioni di più lungo termine per la politica monetaria

La "pazienza" che la BCE ha segnalato di voler dimostrare a fronte di un'inflazione moderatamente sopra il 2% può implicare un decollo più tardivo per i tassi ufficiali, a parità di condizioni.

Il calo dei tassi impliciti nei futures sull'Euribor 3 mesi a partire dal 8 luglio (-5pb sul 2024, che si allargano a -8pb sul 2025 e -11pb sul 2026) sembra indicare che tale aspetto sia già stato incorporato nelle aspettative del mercato. In pratica, però le condizioni potrebbero non essere invariate -se, per esempio, l'aumento dell'inflazione fosse assistito anche da movimenti delle aspettative. La presidente ha respinto la tesi che la nuova impostazione implichi che la politica monetaria resterà accomodante più a lungo. Tuttavia, l'impostazione attuale della politica monetaria ha indubbiamente alzato l'asticella da superare prima di avviare il prossimo ciclo di rialzo dei tassi.

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