

Focus Area Euro

BCE: primo test per la nuova impostazione della politica monetaria

15 luglio 2021

Direzione Studi e Ricerche

Macroeconomic Research

Luca Mezzomo
Economista

La riunione di politica monetaria del 22 luglio sarà la prima a recepire l'impostazione derivante dalla revisione della strategia recentemente conclusa. Ci saranno necessariamente modifiche alla formulazione della *forward guidance* e una ristrutturazione delle 'considerazioni sulla politica monetaria', finora note come 'considerazioni introduttive'.

Per il resto, non dobbiamo attenderci alcuna nuova misura. Riteniamo che l'evoluzione dei dati e delle condizioni di finanziamento non richieda alcuna variazione in corsa.

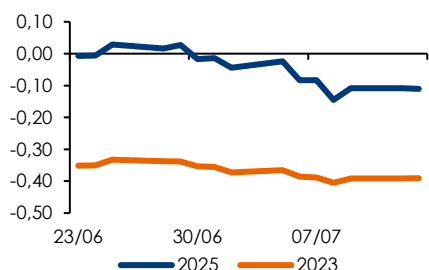
L'eventuale evoluzione del dibattito interno sul PEPP, con una minoranza che già ritiene opportuno ridurre gli acquisti netti, emergerà soltanto con la pubblicazione del verbale. Riteniamo però che soltanto a settembre la BCE deciderà se ridurre o no gli acquisti nel quarto trimestre.

La riunione del 22 luglio sarebbe interlocutoria, non fosse che si tratta della prima dopo la revisione della strategia di politica monetaria, che abbiamo commentato in via preliminare giovedì 8 luglio in un precedente Focus.

In vista modifiche al comunicato stampa e alla dichiarazione di politica monetaria

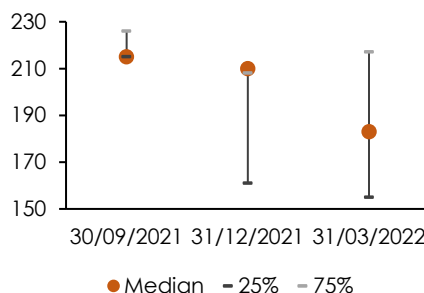
In primo luogo, l'obiettivo di inflazione è cambiato: ora è del 2% simmetrico, con possibile moderato *overshooting*. **La revisione dell'obiettivo implicherà modifiche al comunicato stampa e, in particolare all'indirizzo di politica monetaria** (*forward guidance*) in esso contenuto. La nuova strategia richiede che, con l'economia vicina al limite inferiore per i tassi di interesse, la Banca centrale ricorra con determinazione ad altri strumenti (tassi negativi, APP, TLTRO, *forward guidance*), oltre a sfruttare le sinergie con la politica fiscale. Tale condizione è già rispettata. Attualmente, la condizione per avviare il rialzo dei tassi ufficiali è che l'inflazione prevista converga con decisione verso l'obiettivo, mentre gli acquisti netti APP si interromperebbero poco prima del rialzo dei tassi. Tale impostazione non sembra incoerente con la nuova impostazione strategica. La modifica minima da attendersi è che la condizione sia trasformata in modo da prevedere il ritorno dell'inflazione al 2%. Tuttavia, **qui potrebbe annidarsi qualche sorpresa, se la BCE decidesse di manipolare le aspettative aggressivamente.**

Tassi futuri Euribor 3-mesi: netto calo, ma prima dell'annuncio BCE sulla strategia



Nota: media delle scadenze per l'anno, dati giornalieri di chiusura. Fonte: Refinitiv Datastream

PEPP: attese di riduzione degli acquisti netti dal 4° trimestre in poi



Nota: variazione netta rispetto a tre mesi prima del portafoglio PEPP, in miliardi di euro. Fonte: BCE, Survey of Monetary Analysts

In secondo luogo, la BCE ha cambiato nome alla dichiarazione introduttiva (*introductory statement*), ora denominata "dichiarazione di politica monetaria" (*monetary policy statement*), anticipando che conterrà una "narrazione per motivare le decisioni di politica monetaria", imperniata sullo schema analitico più articolato che ha sostituito l'arcaica impostazione dei "due pilastri". Questo cambiamento riflette anche le recenti incomprensioni con la Corte costituzionale tedesca, e la necessità di argomentare in modo convincente e comprensibile la "proporzionalità" delle misure adottate. La nuova struttura dell'analisi integra considerazioni sull'economia reale, il processo di formazione dei prezzi e i canali di trasmissione della politica monetaria.

Ancora sulla revisione della strategia

La BCE ha iniziato la pubblicazione di materiale relativo alla nuova strategia di politica monetaria. Per ora è stata resa disponibile una nota di 15 pagine, [An overview of the ECB's monetary policy strategy](#), che illustra in maggior dettaglio quanto enunciato nel comunicato del consiglio direttivo e spiegato dalla presidente Lagarde in conferenza stampa.

La possibilità di un periodo transitorio di inflazione "moderatamente" sopra l'obiettivo, già citata nel comunicato, appare a p. 10 della nota nel contesto in cui è necessaria un'azione determinata o persistente per evitare che le deviazioni dell'inflazione dall'obiettivo vengano incorporate nelle aspettative, quando l'economia opera vicina al limite inferiore di tasso. Dunque, non c'è alcuna promessa di *inflation averaging*: se l'annuncio dell'obiettivo simmetrico e le misure passate saranno sufficienti a riportare le aspettative di inflazione al 2%, non ci sarà alcun bisogno di mantenere l'inflazione per lungo tempo sopra tale livello. Tuttavia, come ha spiegato Isabel Schnabel nel discorso al PIIE del 14 luglio, "in pratica, il superamento dell'obiettivo di inflazione può essere il risultato della pazienza del Consiglio direttivo nell'adeguare la propria posizione di politica monetaria di fronte a prospettive in miglioramento." Di contro, la BCE ha riconosciuto che le politiche macroprudenziali "non offrono una protezione efficace" contro i rischi finanziari, e che la politica monetaria ne terrà conto. Tuttavia, ha spiegato Schnabel nella medesima occasione, non c'è un'impostazione automatica di *leaning against the wind* a fronte dell'aumento dei rischi sistemici, né di *cleaning* (cioè di allentamento automatico) quando i rischi di sono concretizzati.

A prima vista, i mercati sembrano ritenere che la revisione strategica abbia allontanato ulteriormente la prospettiva di rialzo dei tassi ufficiali: il tasso implicito nei *futures* sull'Euribor 3 mesi (media delle scadenze 2025) è sceso dallo 0,02-0,03% di fine giugno a -0,11%. Tuttavia, il movimento si è svolto in gran parte prima dell'annuncio ufficiale, e potrebbe riflettere tanto le indiscrezioni uscite nei giorni precedenti, quanto fattori esterni, come le notizie negative sul fronte dei contagi e il calo dei tassi sulla curva del dollaro.

Qualche novità è emersa anche sulla misura di inflazione. La nota spiega che l'inclusione del costo dell'alloggio per i proprietari (*owner occupied housing, OOH*) sarà effettuata per gradi. Inizialmente, sarà costruito un indice interno a scopo analitico, con pesi approssimativi. Dal 2023, Eurostat potrebbe iniziare a pubblicare un indice IPCA trimestrale che include anche il costo dell'alloggio. L'indice IPCA mensile aumentato con la componente OOH potrebbe forse essere disponibile dal 2026, ammesso che sia possibile farlo senza ritardi temporali importanti. Nel frattempo, la misura di inflazione di riferimento resta quella attuale, cioè l'IPCA. Tutto considerato, è improbabile che la modifica abbia ripercussioni cruciali per la condotta della politica monetaria.

Nessuna nuova misura concreta è attesa in questa occasione

Per quanto concerne la pratica corrente della politica monetaria, alla riunione del 22 luglio non si prevedono modifiche. Il consenso unanime degli analisti è che i tassi ufficiali resteranno invariati, così come il volume degli acquisti netti APP e l'indicazione sugli acquisti netti PEPP

relativa al terzo trimestre. D'altronde, l'evoluzione dei dati nelle ultime settimane è stata coerente con il concretizzarsi del rimbalzo post-pandemico previsto dallo staff BCE, e la ripresa dei contagi legata alla diffusione della variante Delta del SARS-CoV2 non ha finora portato all'adozione di restrizioni che possano causare una prossima battuta di arresto. L'evoluzione delle condizioni di finanziamento è stata mista, con una modesta ma generalizzata riduzione dei tassi, appiattimento delle curve e indebolimento dell'euro (-0,5% in termini medi ponderati), in parte bilanciata da flessione degli indici azionari e aumento della volatilità. Troppo poco per giustificare un nuovo potenziamento del PEPP, oppure, al contrario, un suo ridimensionamento dopo l'annuncio di giugno.

PEPP: ci sono aspettative di riduzione degli acquisti netti dopo settembre

Il futuro del PEPP potrebbe ugualmente entrare nella discussione del consiglio, anche se riteniamo che nulla sarà riportato nella dichiarazione e i termini del dibattito potrebbero emergere soltanto più avanti, nel resoconto della riunione.

La divisione del consiglio in merito a quanto aggressivamente utilizzare il PEPP traspare dal resoconto della riunione del 9-10 giugno. Il verbale ha portato alla luce un **limitato dissenso rispetto all'attuale mix di politica monetaria**, con **una minoranza che vorrebbe ridurre prima di marzo gli acquisti netti PEPP** e un membro che, al contrario, sarebbe a favore di maggiori acquisti. Chi vorrebbe già ridurre il PEPP, paventa che "potrebbe ostacolare il cambiamento strutturale nel settore delle imprese e la riallocazione delle risorse nel mercato del lavoro" e ritiene che "il miglioramento delle prospettive dovrebbe riflettersi nel ritmo degli acquisti", anche perché farà salire il tasso naturale di interesse. Il consenso che si formerà a settembre dipenderà dall'evoluzione della pandemia e delle prospettive economiche nei prossimi mesi.

Il sondaggio condotto da Reuters nei giorni scorsi evidenzia che la grande maggioranza degli analisti si attende la fine degli acquisti netti PEPP il 31 marzo 2022, e che molti si aspettano che a settembre sia deciso un rallentamento. In modo poco coerente, però, la maggioranza degli intervistati si aspetta anche che il plafond di 1850 miliardi sia interamente utilizzato – uno scenario impossibile se gli acquisti netti rallenteranno, a meno di non assumere che il PEPP sia prorogato oltre marzo 2022. Più ragionevolmente, gli economisti che partecipano alla Survey of Monetary Analysts (SMA) della BCE propendono per l'ipotesi che il plafond non sia interamente utilizzato (previsione mediana di utilizzo: 1829 miliardi). Anche nella SMA, la previsione media implica un rallentamento degli acquisti netti nel 4° trimestre 2021 e, soprattutto, nel 1° trimestre 2022. Qui, a nostro avviso, si annidano grossi rischi per la BCE: se la manovra fosse realizzata in assenza di un netto miglioramento delle prospettive economiche e delle previsioni di inflazione, infatti, la BCE potrebbe vanificare l'impatto delle altre misure orientate a riportare le aspettative di inflazione verso il 2%.

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.intesasanpaolo.com/it/governance/dlgs-231-2001>) che, in conformità alle normative italiane vigenti ed alle migliori pratiche internazionali, include, tra le altre, misure organizzative e procedurali per la gestione delle informazioni privilegiate e dei conflitti di interesse, ivi compresi adeguati meccanismi di 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.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures>. Tale documentazione è disponibile per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta al Servizio Conflitti di interesse, Informazioni privilegiate ed altri presidi di Intesa Sanpaolo S.p.A., Via Hoepli, 10 – 20121 Milano – Italia.

Inoltre, in conformità con i suddetti regolamenti, le disclosure sugli interessi e sui conflitti di interesse del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo sono disponibili all'indirizzo <https://group.intesasanpaolo.com/it/research/RegulatoryDisclosures/archivio-dei-conflitti-di-interesse> ed aggiornate almeno al giorno prima della data di pubblicazione del presente studio. Si evidenzia che le disclosure sono disponibili per il destinatario dello studio anche previa richiesta scritta a Intesa Sanpaolo S.p.A. – Macroeconomic Analysis, Via Romagnosi, 5 - 20121 Milano - Italia.

Intesa Sanpaolo Spa agisce come market maker nei mercati all'ingrosso per i titoli di Stato dei principali Paesi europei e ricopre il ruolo di Specialista in Titoli di Stato, o similare, per i titoli emessi dalla Repubblica d'Italia, dalla Repubblica Federale di Germania, dalla Repubblica Ellenica, dal Meccanismo Europeo di Stabilità e dal Fondo Europeo di Stabilità Finanziaria.

Intesa Sanpaolo Direzione Studi e Ricerche - Responsabile Gregorio De Felice

Tel. 02 879+(6)

Macroeconomic Analysis

Luca Mezzomo (Responsabile)

62170

luca.mezzomo@intesasanpaolo.com

Alessio Tiberi

62985

alessio.tiberi@intesasanpaolo.com

Macroeconomic Research

Paolo Mameli (Responsabile)

62128

paolo.mameli@intesasanpaolo.com

Lorenzo Biagioli

lorenzo.biagioli@intesasanpaolo.com

Aniello Dell'Anno

63071

aniello.dellanno@intesasanpaolo.com

Giovanna Mossetti

62110

giovanna.mossetti@intesasanpaolo.com

Andrea Volpi

62339

andrea.volpi@intesasanpaolo.com