

## FLASH: BCE

A cura di: *Ilaria Spinelli - Macroeconomista di Fideuram Investimenti*

### Area EURO: La BCE non delude, disegna un nuovo pacchetto di stimolo e sottolinea l'urgenza dell'azione di politica fiscale

*"[On QE]: We have relative headroom to go on for quite a long time without the need to raise questions about limits"....*

*"Journalist <Are you sending a message to governments that ECB will not come to the rescue forever?>*

*Draghi <Definitely yes>"*

*Draghi durante il Q&A*

Nella riunione della BCE che si è tenuta oggi, la penultima della sua presidenza, **Draghi è riuscito in un'operazione complessa con un nuovo colpo da maestro: ottenere il consenso del Consiglio Direttivo** (all'interno del quale vi erano significative voci contrarie) **per lanciare un pacchetto comprensivo di stimolo monetario**, che sfrutta le scarse "munizioni" rimaste alla politica monetaria. In sintesi, **la BCE non si è limitata solo a tagliare i tassi di interesse e ad annunciare l'avvio di un *tiering* per le riserve bancarie** (in modo da proteggere le banche dall'ulteriore discesa in territorio negativo dei tassi di interesse), **ma ha anche deciso di riattivare il QE a partire da novembre e, soprattutto, a sorpresa, di renderlo "open-ended", ovvero senza una data di scadenza preannunciata.** Il pacchetto è inoltre rafforzato dalla modifica della *forward guidance*, anch'essa senza più data di scadenza ed ora legata direttamente all'andamento dell'inflazione (in particolare dell'inflazione *core*, ovvero quella che più risente delle pressioni domestiche sui prezzi), ed infine dal cambiamento delle caratteristiche delle nuove TLTRO-III, che partiranno proprio questo mese.

Il pacchetto pertanto usa tutti gli elementi di stimolo possibili, senza strafare, ma combinandoli in modo intelligente ed efficace.

In maggiore dettaglio le misure decise sono le seguenti:

- 1) **Il tasso sui depositi è stato ridotto di 10 punti base**, scendendo così a -0.5%, in linea con le attese.
- 2) **E' stata modificata la *forward guidance* sui tassi.** Si attende ora che i tassi rimangano al livello attuale o inferiore non più fino alla prima metà del 2020, ma "fino a quando l'inflazione non convergerà "robustamente" al target sull'orizzonte di previsione (tre anni) in modo convincente, e fino a quando questa convergenza non si rifletterà anche consistentemente sull'inflazione *core* " (*"We now expect the key ECB interest rates to remain at their present or lower levels until we have seen the inflation outlook robustly converge to a level sufficiently close to, but below, 2% within our*

*projection horizon, and such convergence has been consistently reflected in underlying inflation dynamics*”).

- 3) **Viene riattivato il QE dal primo novembre, ad un ritmo di 20 miliardi al mese, un po' meno delle attese di 30, ma con acquisti "open-ended", ovvero "fino a quando sarà necessario", con la precisazione che il QE finirà solo poco prima che la BCE deciderà di alzare nuovamente i tassi.** Si tratta ovviamente della decisione di maggior peso del pacchetto odierno, in grado di esercitare ulteriori pressioni al ribasso sulla curva dei rendimenti ed in particolare sul "term premium". Draghi ha inoltre precisato che la decisione di riattivare il QE ora, nonostante l'assenza di un immediato pericolo di deflazione, deriva dalla volontà di mostrare la determinazione ad agire della BCE usando tutti gli strumenti a disposizione. **Il fatto di avere deciso una dimensione relativamente piccola (20 miliardi) consente flessibilità di azione e rende credibile la promessa di continuare gli acquisti per lungo tempo,** senza dover rivedere nell'immediato i limiti di acquisto del 33% per emissione ed emittente e senza temere per il mancato rispetto delle *capital key*. Il pacchetto riguarderà "by and large" gli stessi asset che la BCE ha acquistato in precedenza (quindi obbligazionario governativo, *corporates* e *agencies*), ma con la novità che è ora possibile acquistare anche titoli di emittenti privati con rendimento inferiore al tasso sui depositi (prima era possibile solo per i titoli di stato).
- 4) **Viene introdotto un sistema di tiering sulle riserve,** sulla base del quale una parte delle riserve in eccesso (sei volte la riserva minima obbligatoria, per il momento) saranno esentate dal pagare il tasso negativo sui depositi e pagheranno invece un tasso nullo. La BCE si riserva la flessibilità di rivedere sia il multiplo delle riserve obbligatorie che il tasso di esenzione. La misura è molto favorevole per il sistema bancario perché più che compensa il taglio dei tassi di interesse: gli analisti avevano infatti calcolato un moltiplicatore di 4X per rendere neutrale la decisione di ridurre il tasso sui depositi di 10 punti base.
- 5) **Vengono rese più favorevoli le aste a lungo termine (TLTRO-III): è stato tolto lo spread di +10 punti base sul tasso di rifinanziamento medio prevalente sulla durata dell'operazione,** durata che è inoltre stata estesa da 2 a 3 anni. Il costo del finanziamento è allineato, appunto, al refi (a zero quindi) e, per le banche che supereranno il proprio *benchmark* specifico sui prestiti, potrà scendere fino ad arrivare al tasso sui depositi. Questa misura rafforza il canale di trasmissione della politica monetaria ed agevola ulteriormente le banche, potenziando la decisione di introdurre il *tiering* sulle riserve.
- 6) Viene ribadito che la BCE continuerà a reinvestire gli ammontari in scadenza del proprio portafoglio di titoli acquistati nell'ambito del QE, per un periodo esteso di tempo e fin dopo il primo rialzo dei tassi.
- 7) Infine, rimane la promessa di essere pronti ad agire ancora, se dovesse essere necessario.

**La decisione odierna e la necessità di agire subito** senza procrastinare, **deriva** anche, come sottolineato dallo stesso Draghi, **dal deterioramento sensibile dello scenario macroeconomico**, che ha in qualche modo "validato" il discorso di Draghi a Sintra lo scorso giugno. Le previsioni di crescita sono state riviste ulteriormente al ribasso, di un decimale per quest'anno (ora all'1.1%), di due per il prossimo (ora all'1.2%). **Colpisce soprattutto la consistente revisione al ribasso della previsione di inflazione per il 2020, scesa ora all'1.0% dall'1.4%**, nonché dall'ulteriore discesa dell'inflazione di medio lungo termine (ora all'1.5%). E' indubbio che un simile deterioramento dello scenario di inflazione richiedeva un'azione immediata. Si osservi che i rischi sullo scenario rimangono ancora orientati al ribasso, a causa della perdurante incertezza geopolitica. **Le previsioni di crescita inoltre rimangono "benigne", poiché non incorporano il rischio di una Hard Brexit e solo in parte l'escalation della guerra tariffaria tra USA e Cina intervenuta da agosto.**

PREVISIONI BCE							
		2019		2020		2021	
		intervallo	mediana	intervallo	mediana	intervallo	mediana
PIL	Jun-19	[0.5% , 1.5%]	1.2%	[0.5% , 2.3%]	1.4%	[0.4% , 2.4%]	1.4%
	Sep-19	[0.9% , 1.3%]	1.1%	[0.4% , 2.0%]	1.2%	[0.4% , 2.4%]	1.4%
	Fideuram		1.2%		0.9%	(preliminare)	0.8%
INFLAZIONE	Jun-19	[1.2% , 1.4%]	1.3%	[0.7% , 2.1%]	1.4%	[0.8% , 2.4%]	1.6%
	Sep-19	[1.1% , 1.3%]	1.2%	[0.4% , 1.6%]	1.0%	[0.7% , 2.3%]	1.5%
	Fideuram		1.2%		1.3%	(preliminare)	1.3%
CORE (ex food&energy)	Jun-19		1.1%		1.4%		1.6%
	Sep-19		1.1%		1.2%		1.5%
	Fideuram		1.0%		1.3%	(preliminare)	1.3%

Per quanto riguarda il consenso all'interno del Consiglio Direttivo, la decisione odierna è stata presa, nel complesso, ad ampia maggioranza, soprattutto per quanto riguarda il taglio dei tassi, la *forward guidance* e le TLTRO-III. Vi è stata unanimità in merito alla necessità di agire, ma le opinioni erano diverse in merito all'immediatezza dell'azione (Draghi ha detto però che ci sono sempre voci che propongono il "wait and see"), e soprattutto sulla necessità di riattivare il QE. **Ma anche in merito alla riattivazione del QE, "il consenso è stato così ampio che non c'è stato comunque bisogno di votare"** ("There were more divergent views on APP...but consensus was so broad that there was no need to take a vote"). Successivamente è però emerso che un ampio numero di membri del Consiglio Direttivo erano contrari al riavvio del QE.

Un elemento su cui invece vi è stata forte unanimità è nel riconoscimento che la politica fiscale deve ora diventare lo strumento principale, chiamando in causa i governi dell'Area Euro che hanno maggiore spazio per poter utilizzare la leva fiscale. A questo proposito, va notato che Draghi non si è tirato indietro di fronte a domande dei giornalisti volte a sottolineare anche gli effetti negativi dei tassi di interesse per il sistema economico, riconoscendo quindi implicitamente che la politica monetaria sta raggiungendo i propri limiti e che deve essere ora affiancata anche dalla politica fiscale. I tassi negativi sono uno strumento "necessario" di politica monetaria, fin qui usato con successo dalla BCE per riavviare e sostenere la ripresa, ma è indubbio che verrebbero potenziati da un uso maggiore ed intelligente della politica fiscale (laddove vi siano spazi di manovra). Quanto più la BCE rimane il solo attore in gioco, quanto più a lungo i tassi negativi dovranno permanere. Il messaggio è sembrato pertanto quello di cautela verso la possibilità di spingersi ancora in basso coi tagli dei tassi, quanto piuttosto di forte richiamo ad una nuova azione espansiva da parte della politica fiscale.

E' stato peraltro chiesto a Draghi se la BCE avesse discusso di "helicopter money" o più in generale di misure per aggirare il sistema bancario ed arrivare direttamente ad accreditare i conti correnti dei cittadini. Draghi ha risposto che nello specifico l'"helicopter money" non è stato discusso e non è uno strumento considerato. A domanda successiva, ha poi osservato che tutte queste innovazioni di politica economica vanno studiate e discusse approfonditamente e che potrebbero rientrare nella revisione strategica della politica monetaria da effettuarsi da parte della BCE in futuro. Ha anche aggiunto che si tratta di decisioni epocali ("momentous decisions"), precisando però che misure che studiano come attribuire minori o maggiori soldi ai cittadini ricadono nel campo della politica fiscale e non di quella monetaria.

Per concludere, alla luce dell'onnicomprendività e della sinergia delle misure del pacchetto proposto, nonché della revisione significativa al ribasso delle stesse previsioni di inflazione nello scenario

atteso dalla BCE, **saremmo propensi a non attenderci più altre misure nel corso dei prossimi mesi**, in particolare un altro taglio del tasso sui depositi. Una limatura al ribasso dei tassi di interesse, così come una revisione in senso più accomodante degli altri elementi di flessibilità dell'intero pacchetto, diventerebbe necessaria solo nella misura in cui lo scenario dovesse peggiorare ulteriormente, sia per il materializzarsi di una *Hard Brexit* sia per l'introduzione di tariffe sulle auto o di un aggravarsi delle tensioni USA-Cina.

## DISCLAIMER

Questo documento è pubblicato da Fideuram Investimenti SGR S.p.A., società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del D. Lgs. 58/98, al n. 12 nella Sezione Gestori di OICVM, sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari.

Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento non costituiscono in alcun modo ricerca, raccomandazione, consiglio di investimento, consulenza all'investimento o altra forma di consulenza e sono soggetti a modifiche. I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile. Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita o una sollecitazione all'investimento in alcun prodotto finanziario citato e non costituisce un messaggio promozionale o sollecitazione all'investimento rivolto a persone residenti negli USA, in Canada o a soggetti residenti in paesi in cui i prodotti non sono autorizzati o registrati per la distribuzione o in cui Prospetto non è stato depositato presso le competenti autorità locali.

**I RENDIMENTI PASSATI NON SONO INDICATIVI DI POSSIBILI RENDIMENTI FUTURI. NON VI E' GARANZIA DI OTTENERE UGUALI RENDIMENTI PER IL FUTURO.** Il valore dell'investimento o il rendimento possono variare al rialzo o al ribasso. Il capitale investito non è garantito. Un investimento è soggetto al rischio di perdita del capitale investito. Il valore dell'investimento può variare al variare del tasso di cambio tra valute. Le fluttuazioni di valore possono essere ampie nel caso di prodotti esposti ad alta volatilità.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Investimenti SGR e sulla base di informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti. Fideuram Investimenti SGR non garantisce l'accuratezza, la completezza e l'affidabilità dei dati e delle informazioni contenuti in questo documento e declina ogni responsabilità al riguardo. I dati e le informazioni contenuti nel presente documento non potranno essere utilizzati dal destinatario per comunicazioni nei confronti di autorità di vigilanza. Il presente documento è privo delle informazioni idonee a determinare, in concreto, la propensione all'investimento e, dunque, non può e non deve costituire la base per assumere alcuna decisione di investimento. Non vi è alcuna garanzia che le proiezioni, prospettive o stime si realizzino effettivamente. Le eventuali opinioni espresse nonché le analisi contenute nel presente documento potrebbero non riflettere quelle di Fideuram Investimenti SGR. Opinioni diverse possono essere formulate sulla base di diversi stili di investimento, obiettivi, punti di vista o filosofie. Fideuram Investimenti SGR declina ogni responsabilità per eventuali investimenti effettuati esclusivamente sulla base del presente messaggio.

Copyright © 2015 Fideuram Investimenti. Tutti i diritti riservati.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina di copertina.

QUESTA PUBBLICAZIONE SI COMPONE DI N.5 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 12 SETTEMBRE 2019