

## La BCE ricalibra le misure di supporto all'economia in linea con le attese

A cura di: *Ilaria Spinelli – Analista team Ricerca Macroeconomica di Fideuram Investimenti*

*“We have good reasons to believe that by the end of 2021 we will have reached sufficient “herd immunity” so that at the beginning of 2022 the economy will start working in a more normal way”....”To preserve favorable financing conditions, that is really what is guiding our actions”*

*Lagarde durante il Q&A*

La BCE nella riunione di dicembre ha ricalibrato il pacchetto di sostegno all'economia come aveva già preannunciato nella riunione di ottobre, per aiutare l'economia dell'Eurozona ad attraversare il più possibile indenne la pandemia (Lagarde ha usato la metafora del ponte da passare per arrivare sull'altra sponda, quella dove la crisi sanitaria è risolta). **La ricalibrazione ha riguardato soprattutto due strumenti che la BCE ritiene siano più utili** in questa fase specifica, ovvero il PEPP e le TLTROs (come da attese): **il PEPP è stato ampliato di altri 500 miliardi ed esteso da giugno 2021 fino a marzo 2022** (ed i reinvestimenti del PEPP estesi almeno di altri 12 mesi a fine 2023, ed in ogni caso fino a quando la BCE non considererà terminata la pandemia), **mentre per le TLTROs sono state aggiunte altre 3 aste per coprire tutto il 2021 e sono state estese a metà 2022 i termini favorevoli che le caratterizzano**. I tassi di interesse invece non sono stati tagliati, nonostante il riferimento costante al fatto che la BCE vigili attentamente sull'apprezzamento del tasso di cambio, ma anche questo era prevedibile, dal momento il livello del tasso sui depositi (al -0.5%) è già molto basso e vicino alla soglia critica per la quale una riduzione ulteriore esercita sul sistema economico (e sulle banche) anche svantaggi.

Il mercato si aspettava probabilmente qualcosa di più per il PEPP, una maggiore estensione temporale che arrivasse a coprire fino a metà 2022, invece di 9 mesi. Lagarde ha spiegato la decisione di estendere di nove mesi sulla base di voler tenere in conto il giudizio della comunità scientifica su quando sia più probabile che i vaccini consentano di raggiungere l'immunità di gregge, cui si dovrebbe giungere tra fine 2021 ed inizio 2022. Pertanto, ad inizio 2022 l'economia dovrebbe essere in condizioni più “normali” e non più emergenziali. **È probabile che la decisione sia stata però anche il frutto di un compromesso all'interno del Consiglio Direttivo**, tra coloro che volevano aumentare meno il PEPP (ad esempio solo di 400 miliardi) e coloro che volevano non solo aumentarne di più il volume, ma anche estenderlo di 12 mesi. Durante la conferenza stampa a Lagarde è stato chiesto almeno due volte esplicitamente se si sia trattato di una decisione presa all'unanimità oppure no, e quali siano state le altre opzioni per il PEPP discusse dal Consiglio. Ma in entrambi i casi Lagarde non ha risposto, glissando sulla domanda (una scelta deludente

dal punto di vista dell'efficacia della comunicazione, poiché lascia aperta l'incertezza su quello che al momento è lo strumento di policy più importante).

Ciò detto, a nostro avviso, **il messaggio fondamentale che va colto dall'odierna conferenza stampa è il fatto che la BCE dichiara molto chiaramente di voler preservare condizioni finanziarie il più favorevoli possibili per tutti gli attori del sistema economico (imprese, famiglie e governi, sì, anche per i governi) e per tutta la durata della pandemia.** È questo "il compasso" che determina, e guiderà anche in futuro, la conduzione della politica monetaria. Questo significa, come ha ben spiegato la presidente Lagarde, **che se dovesse esserci una ripresa più rapida e più forte, la BCE potrebbe anche non utilizzare il PEPP nella sua interezza** e quindi decidere di ridurre gli acquisti, ma significa anche che se le condizioni dovessero peggiorare, la BCE rimane pronta a fare di più, eventualmente anche ad aumentare nuovamente il PEPP. **La politica monetaria continuerà pertanto ad essere condotta con massima flessibilità**, come del resto è stato fatto finora: gli acquisti in ambito PEPP sono stati calibrati per adattarsi alle condizioni prevalenti di mercato, quindi elevati all'inizio (tra marzo, aprile e maggio), ridotti durante la fase di ripresa del PIL in estate, poi aumentati nuovamente con il peggioramento dello scenario in autunno, a causa della seconda ondata pandemica.

**La BCE, del resto, riconosce che la possibilità di poter disporre di vaccini efficaci** (una novità non nota nella riunione di ottobre) consente ora di nutrire una ragionevole speranza che entro fine del prossimo anno si sarà raggiunta l'immunità di gregge e che dal 2022 l'economia possa riprendere a funzionare in modo più "normale". Pertanto, **i rischi per lo scenario macroeconomico rimangono orientati al ribasso, ma in misura meno pronunciata** ("tilted to the downside, but less pronounced"). **Ciononostante, l'incertezza rimane molto elevata**, sia in merito a quando finirà la pandemia, sia sugli impatti di lungo periodo esercitati sul sistema economico, sia infine in merito al fatto che ci vorrà del tempo prima di arrivare all'immunità e che è necessario prima uscire dalla seconda ondata.

La seconda ondata della pandemia inoltre si è rilevata più forte di quanto anticipato inizialmente dalla stessa Banca Centrale: la BCE si aspetta una contrazione del PIL di -2.2% t/t in Q4, simile alla nostra previsione (-2.5%), ma nonostante il miglioramento dello scenario grazie ai vaccini, **le previsioni di crescita per il prossimo anno rimangono molto caute e non arrivano nemmeno al 4%** (la nostra previsione si situa quasi al 5%). Ma l'aspetto forse più importante di tutti, a testimoniare che la BCE sia ben consapevole della necessità di continuare a fornire uno stimolo all'economia, è rappresentato dal fatto che **le previsioni di inflazione di medio/lungo termine rimangono estremamente basse**. Ieri è stata infatti pubblicata la consueta revisione delle previsioni di crescita ed inflazione a cadenza trimestrale, che presentano per la prima volta anche le previsioni per il 2023. **Ebbene, l'inflazione nel 2023 è attesa all'1.4% in media, ben inferiore quindi all'obiettivo della BCE anche a distanza di anni.**

PREVISIONI BCE						
		2020	2021	2022	2023	
PIL	Sep-20	-8.0%	5.0%	3.2%	--	--
	Dec-20	-7.3%	3.9%	4.2%		2.1%
	Fideuram	-7.1%	4.9%	4.0%	(preliminare)	2.3%
INFLAZIONE	Sep-20	0.3%	1.0%	1.3%	--	--
	Dec-20	0.2%	1.0%	1.1%		1.4%
	Fideuram	0.3%	1.0%	1.2%	(preliminare)	1.5%
CORE (ex food&energy)	Sep-20	0.8%	0.9%	1.1%	--	--
	Dec-20	0.8%	0.9%	1.1%		
	Fideuram	0.7%	0.9%	1.2%	(preliminare)	1.4%

La scelta di prolungare il PEPP di 9 o 12 mesi poco conta dal nostro punto di vista, e del resto se necessario il PEPP potrebbe essere esteso ancora. **Conta invece la consapevolezza che per uscire dalla pandemia l'economia necessiterà ancora a lungo di condizioni finanziarie favorevoli.** Lagarde ha spigato che la BCE intende queste condizioni in modo "olistico": un insieme di fattori in grado di ridurre l'incertezza sulle decisioni di spesa ed investimento degli attori economici, citando in particolare il livello dei tassi di interesse sui titoli corporate e governativi, la trasmissione e l'accesso al credito nell'economia, i tassi sui prestiti bancari per imprese e famiglie. **Se lo scenario di ripresa dell'economia il prossimo anno si rivelerà corretto, questo potrebbe essere l'ultimo pacchetto di sostegno della BCE. Vi è però piena consapevolezza da parte della Banca Centrale del ruolo che la stessa dovrà giocare ancora a lungo** per mantenere la politica monetaria il più accomodante possibile, anche oltre la fine dell'emergenza sanitaria.

## 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 È 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.

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.4 PAGINE. DATA DI PUBBLICAZIONE: 11 DICEMBRE 2020