

Flash BCE

A cura di Ilaria Spinelli, analista team ricerca economica di Fideuram Asset Management SGR

La BCE alza i tassi di 50 pb e vara lo strumento anti-frammentazione

“We will operate meeting buy meeting, we are not offering forward guidance of any kind, with the aim to progressively rise interest rates to a broadly neutral stance...we would rather not use the TPI, but if we have to use it, we will not hesitate...the ECB is capable of going big” Lagarde durante il Q&A

Nella riunione di oggi la BCE ha avviato il ciclo di rialzo dei tassi e presentato il nuovo strumento di protezione della trasmissione della politica monetaria (il Transmission Protection Instrument o TPI), con entrambe le decisioni prese all’unanimità. L’impressione complessiva è che la BCE abbia fatto dei passi avanti per rafforzare la propria azione e abbia disegnato uno strumento tutto sommato robusto e flessibile, ma la comunicazione non è stata altrettanto efficace, lasciando l’impressione di una certa riluttanza all’utilizzo del TPI ed incertezza in merito a quanto severamente sarà giudicato il rispetto delle condizioni di eleggibilità. Non giova inoltre l’affermazione di Lagarde che la BCE vorrebbe non doverlo attivare mai, seppur precisando che, se sarà necessario farlo, non si tirerà indietro nell’utilizzarlo in misura massiccia.

Prima di analizzare i dettagli del TPI, partiamo dal rialzo dei tassi, **che sono stati aumentati di 50 punti base, non di 25 come preannunciato a giugno** (quando era stato prospettato anche un aumento di 50 punti base a settembre). Nei giorni scorsi era circolata la notizia che la BCE stesse contemplando anche un rialzo di 50 punti base, accanto a quello di 25. **Pertanto, finisce l’era dei tassi negativi** (per l’esattezza dal prossimo 27 luglio): il tasso sui depositi si trova ora a zero, quello di rifinanziamento a +0.50% e il tasso sui prestiti a +0.75%.

La BCE ha giustificato questa mossa alla luce della materializzazione dei rischi al rialzo per l’inflazione (salita all’8.6% a giugno, ma si sapeva già da diverse settimane) **e grazie al varo del TPI, che ora è pronto ad un eventuale utilizzo** (ne discuteremo tra poco i dettagli). Il dibattito interno ha convinto infatti la BCE a procedere per un aumento di 50 pb, invece che di 25, proprio grazie alla “protezione” fornita dal TPI. Lagarde ha infatti spiegato che a giugno il TPI non era pronto e la BCE, evidentemente, non pensava che il mercato le avrebbe forzato la mano e indotto ad approntarlo per luglio. La spiegazione è parsa poco convincente e inutilmente complicata: è assolutamente corretto, dal punto di vista dei fondamentali macro, che la BCE abbia deciso di alzare i tassi di 50 punti base oggi, quello che non appariva sensato era stato preannunciarne 25 la scorsa riunione, insieme a 50 a settembre, rischiando così di perdere in flessibilità di azione (e credibilità). **A questo punto mantenere una forward guidance è palesemente inutile e controproducente e, infatti la BCE l’ha eliminata e ora le decisioni saranno**

prese “**meeting by meeting, step by step**”, con l’intenzione di riportare i tassi gradualmente alla neutralità. Quale sia questo livello neutrale la BCE dice di non saperlo, osserva solo che è senz’altro cambiato negli anni e che verrà identificato quando verrà raggiunto (“*we will cross that bridge when we will cross that bridge*”). Ci è parso comunque **importante che Lagarde abbia voluto precisare più volte che alzare oggi di un ammontare maggiore non significa voler raggiungere un livello più elevato del punto di arrivo terminale del ciclo restrittivo**, ma è piuttosto il riconoscimento che era necessario agire più rapidamente. La BCE ritiene **pertanto ancora necessario raggiungere un livello di neutralità, non restrittivo, dei tassi, anche alla luce dei rischi al ribasso per la crescita e dell’aumento dell’incertezza delle ultime settimane** (basti solo pensare al tema delle forniture energetiche, a cui si è aggiunta di recente anche la crisi politica in Italia). La precisazione in merito è importante anche perché la BCE, varando il TPI, ha più volte sottolineato con forza come questo nuovo strumento aiuti la stessa BCE a realizzare il suo obiettivo di inflazione di medio termine: in sostanza, lo strumento serve alla BCE per poter alzare i tassi quanto necessario per far rientrare l’inflazione all’obiettivo, ma garantendo al contempo che la politica monetaria sia trasmessa uniformemente in tutta l’Eurozona (“*By safeguarding the transmission mechanism, the TPI will allow the Governing Council to more effectively deliver on its price stability mandate*”).

Veniamo ai dettagli del tanto atteso “scudo anti-frammentazione”. Il Transmission Protection Instrument (TPI, a questo [link](#) tutti i dettagli, per chi fosse interessato) è stato presentato, appunto, come **uno strumento aggiuntivo che la BCE ha ora a disposizione per fronteggiare dinamiche di mercato ingiustificate e disordinate, che mettono a rischio la trasmissione uniforme della politica monetaria in tutta l’Area** (“*unwarranted, disorderly market dynamics that pose a serious threat to the transmission of monetary policy across the euro area*”). Tutti i paesi dell’Eurozona sono eligibili di protezione, nel caso in cui siano soggetti ad **un deterioramento delle condizioni finanziarie non giustificato da fondamentali specifici** (“*in jurisdictions experiencing a deterioration in financing conditions not warranted by country-specific fundamentals*”). In tal caso, la BCE interverrà sul mercato secondario e potrebbe anche decidere di acquistare debito privato, non solo titoli di stato, se ritenuto necessario. Gli acquisti continueranno fino a quando sarà ritenuto che le tensioni siano rientrate o se le tensioni sono giudicate espressione dei soli fondamentali del paese interessato. Un aspetto molto importante, per rendere credibile lo strumento ex-ante, è che **la dimensione dell’intervento sarà proporzionale alla severità del rischio di trasmissione e che gli acquisti non sono limitati ex-ante. Ci sono però dei criteri di condizionalità:**

- 1) **I paesi devono rispettare gli obiettivi fiscali** (non essere soggetti a procedura per deficit eccessivo oppure avere mancato di rispondere alle raccomandazioni della Commissione).
- 2) **I paesi non devono essere sottoposti ad una procedura per squilibri macroeconomici eccessivi** o avere mancato, anche in questo caso, di prendere le misure correttive.
- 3) **I paesi devono rispettare la sostenibilità fiscale:** nel giudizio sulla sostenibilità del debito la BCE prenderà in esame le valutazioni della Commissione, dell’ESM, del FMI e della stessa BCE.
- 4) **Infine, i paesi devono perseguire una robusta politica macroeconomica, in particolare rispettare gli impegni presi nel PNRR** e le raccomandazioni della Commissione nell’ambito del semestre europeo.

La **condizionalità nel complesso è più forte di quanto ci saremmo aspettati**, ma Lagarde ha ribadito più volte che la decisione insindacabile e libera spetta al giudizio del solo Consiglio Direttivo della BCE, che **valuterà anche sulla base di elementi di “discrezionalità”** che non sono stati specificati perché devono rimanere “*undisclosed and uncommented*” (fanno parte del potere decisionale discrezionale dell’istituzione). La BCE pertanto si riserva, come è ovvio che sia al fine di rendere lo strumento credibile, discrezionalità e flessibilità a seconda delle circostanze. Questo implica che la decisione di attivazione dello strumento, che spetta alla sola BCE, avrà probabilmente natura più “politica” che “tecnica”. Al contempo, **gli acquisti del TPI potrebbero essere sterilizzati, se necessario, dal momento che saranno condotti in modo da non**

causare un impatto persistente sul bilancio della BCE e sulla politica monetaria, e saranno **proporzionali al raggiungimento del mandato della BCE** (la stabilità dei prezzi). Anche questo nuovo strumento, molto probabilmente, sarà sottoposto al giudizio della Corte Costituzionale tedesca e ci appare pertanto disegnato tenendo conto di alcune osservazioni passate che la Corte ha sollevato in precedenti occasioni.

Alla luce della crisi politica recente che ha investito l'Italia, le domande dei giornalisti si sono orientate a far chiarire o meno alla Presidente Lagarde se l'Italia può, nella situazione attuale di allargamento degli spreads, rientrare o meno sotto la protezione del TPI. Lagarde è stata molto evasiva in merito, dicendo che la BCE non entra nelle vicende della politica interna ai singoli stati membri, **ma il TPI è stato presentato sottolineando che è solo uno dei tre strumenti che la BCE ha a disposizione per affrontare la frammentazione della politica monetaria**: gli altri sono il reinvestimento flessibile del PEPP, che rimane la prima linea di difesa, ed è attivo già ora, e l'OMT, programma che è stato disegnato per affrontare il rischio di ridenominazione a seguito di vicende specifiche dei singoli paesi. **L'Italia sta affrontando una crisi politica auto-inflitta** e ci appare molto dubbio che si possa parlare, perlomeno al momento, di dinamiche di mercato che rientrano nella casistica di applicazione del TPI, sebbene Lagarde non abbia chiarito in merito il giudizio della BCE.

In conclusione, la BCE continua a comunicare poco efficacemente decisioni nel complesso ragionevoli e fondate: è positivo che sia stata eliminata la *forward guidance* e che si sia fatta chiarezza sul funzionamento del TPI. In questa fase è evidente la preminenza della preoccupazione per l'inflazione da parte della BCE e l'inflazione è destinata ad aumentare ancora fino all'autunno. Alla luce del rialzo odierno, **manteniamo l'attesa di altri 50 pb settembre, mentre per ottobre ci aspettiamo altri 50 punti base** (al 55% di probabilità soggettiva, 25 pb al 45%), poi il ciclo di rialzi dovrebbe interrompersi, se abbiamo ragione nel prevedere una recessione in Eurozona tra 22Q4 e 23Q1. Nel caso in cui la recessione non dovesse verificarsi, e in presenza di un'inflazione che si mantiene nelle nostre previsioni ancora elevata anche nella prima metà del 2023, i tassi potrebbero salire ancora, fino ad un massimo del 2% - 2.5%.

DISCLAIMER

Il presente documento, è pubblicato da Fideuram Intesa Sanpaolo Private Banking Asset Management SGR S.p.A. ("Fideuram Asset Management SGR" o "SGR"), società iscritta all'albo delle Società di Gestione del Risparmio tenuto dalla Banca d'Italia ai sensi dell'articolo 35 del d.lgs. 58/1998 (TUF), al n. 12 nella sezione gestori di OICVM e al numero 144 della sezione gestori di FIA e sottoposta alla direzione e coordinamento di Intesa Sanpaolo S.p.A. e appartenente al Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo, iscritto all'Albo dei Gruppi Bancari ed è destinato alla distribuzione al pubblico.

Il presente documento è stato predisposto sulla base di dati elaborati da Fideuram Asset Management SGR (ed eventualmente da altre società del Gruppo Bancario Intesa Sanpaolo) e sulla base delle informazioni pubblicamente disponibili o di altre fonti di terze parti ritenute affidabili e in buona fede, tuttavia nessuna dichiarazione o garanzia, esplicita o implicita, è fornita dalla SGR relativamente all'accuratezza, completezza, affidabilità e correttezza delle stesse. Le informazioni, le opinioni e i dati contenuti in questo documento o in eventuali documenti allegati non costituiscono in alcun modo ricerca in materia di investimenti o comunicazione di marketing, raccomandazione o suggerimento, implicito o esplicito, né sollecitazione o offerta, né consiglio di investimento, consulenza in materia di investimenti, consulenza legale, fiscale o di altra natura.

Se non diversamente specificato, tutte le informazioni contenute nel presente documento sono aggiornate alla data che appare sulla prima pagina e non vi è alcuna garanzia che i risultati o qualsiasi altro evento futuro saranno coerenti con le opinioni e le previsioni qui contenute.

Le informazioni sono soggette a modifiche. Tali informazioni non intendono sostituire in alcun modo le autonome e personali valutazioni che il destinatario è tenuto a svolgere prima della conclusione di una qualsiasi operazione attinente a strumenti e prodotti finanziari. Prima di qualunque investimento, è necessario prendere attenta visione della documentazione relativa allo strumento finanziario oggetto dell'operazione.

I dati, ove non diversamente specificato, non tengono conto del regime fiscale applicabile.

Questo documento non costituisce un'offerta di acquisto o vendita, né 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.

Si declina qualsiasi responsabilità in caso di qualsivoglia perdita diretta o indiretta, derivante dall'affidamento alle opinioni o dall'uso delle informazioni ivi contenute; la SGR e i propri dipendenti non sono altresì responsabili per qualsiasi errore e/o omissione contenuti in tali informazioni.

La presente comunicazione e i relativi contenuti (ivi compresi quelli di eventuali documenti allegati) non potranno essere riprodotti, ridistribuiti, direttamente o indirettamente, a terzi o pubblicati, in tutto o in parte, per qualsiasi motivo, senza il preventivo consenso scritto da parte della SGR.