

Figura 2. Fonte: BCE, Independent Strategy

considerando il modo in cui fissa l'orientamento politico, forse in modo controproducente per una banca centrale che vuole che gli osservatori facciano riferimento a tassi di inflazione più alti e non più bassi.

Il nodo del pacchetto è il seguente: è inferiore alle aspettative di alcune importanti istituzioni ma in linea con le aspettative di mercato pubblicate; il tasso di deposito è stato ridotto di 10pb a -0,50% (qualcuno auspicava una riduzione di 20pb che però è sembrata un po' ambiziosa), mentre i tassi sui prestiti marginali e i tassi di sconto sono rimasti invariati (Figura 2). Parallelamente, è stato varato un nuovo programma di acquisto di asset (APP2), nell'ambito del quale saranno acquistate obbligazioni per 20 miliardi di euro all'anno "per tutto il tempo necessario".

L'omissione di una scadenza temporale è stata una sorpresa: il consiglio afferma semplicemente che finirà poco prima che inizi ad aumentare il tasso di interesse di riferimento della BCE. QE all'infinito! E naturalmente l'impegno esistente di reinvestire il ricavato dei titoli alla scadenza si

applica a questo pacchetto espansivo. Ritmare i nuovi acquisti di asset in questo modo calibra efficacemente il programma per evitare di incorrere nel limite del 30% per emittente nel futuro visibile e nei potenziali problemi legali che il superamento di questo vincolo potrebbe comportare. Non è tutto. Il dibattito sul danno che i tassi negativi hanno provocato al settore bancario (sulla base del feedback di quest'ultimo) è stato sufficiente a spingere la BCE a creare un sistema di riserve a due livelli, che permette alle banche di mettere una parte della loro liquidità in eccesso - definita come riserve superiori alle riserve obbligatorie minime - al riparo di costi del tasso negativo sui depositi. Ciò non esenta completamente le banche dal pagamento di quest'onere, poiché l'esenzione si applica a un multiplo della riserva obbligatoria specifica di ogni istituto.

Questo dettaglio tecnico significa che il cambiamento è più limitato di quanto Draghi abbia inizialmente lasciato intendere, ma offre la possibilità di adeguare il multiplo dei depositi esenti dal pagamento del tasso di deposito per il futuro, oltre a creare spazio per ulteriori tagli di tale tasso. Ma è anche un altro segno del fatto che la politica monetaria ha raggiunto i suoi limiti



pratici, e che ora sono necessari compromessi per facilitare la trasmissione. E questo ancor prima di sollevare l'osservazione generale che questo pacchetto di misure spinge semplicemente i tassi a breve termine appena più vicino ai prezzi di mercato esistenti. Per cui non c'è motivo di aspettarsi che queste decisioni portino una significativa iniezione di sicurezza nell'economia reale, qualunque cosa dica ufficialmente il consiglio direttivo. È una conseguenza della decisione di non andare fino in fondo, a causa dei preconcetti istituzionali della BCE.

Alle banche è stato gettato un altro osso sotto forma di adeguamenti del programma TLTRO III. Ora "per le banche i cui prestiti netti ammissibili superano un benchmark, il tasso applicato nelle operazioni TLTRO III sarà inferiore, e può essere basso come il tasso di interesse medio sui depositi prevalente nell'arco di vita dell'operazione". In precedenza, le banche che soddisfacevano il criterio di prestito pagavano 10pb più del tasso di deposito. La BCE ha anche prorogato la durata di questi prestiti da due a tre anni, il che rimanda ulteriormente il problema del rinnovo senza risolverlo. La domanda senza risposta è: tale programma incrementerà effettivamente i prestiti? A quanto pare la BCE pensa di sì. Ma considerati i rischi di crescita, la fragilità generale del settore bancario di alcuni paesi e il deleveraging che incoraggia, oltre alla storia recente, rimaniamo prudenti. Draghi si è di nuovo premurato di sottolineare l'esigenza di riforme strutturali per incentivare la produttività e ridurre i tassi di disoccupazione strutturali nella regione. Ha aggiunto che la politica fiscale stava offrendo un po' di sostegno ma ha colto l'occasione per affermare che era tempo che coloro che hanno lo spazio fiscale reagiscano in modo tempestivo ai rischi e perseguano politiche più favorevoli alla crescita per aiutare la BCE a raggiungere i suoi obiettivi di stabilità dei prezzi. Una stoccata abbastanza chiara ai tedeschi! Il Presidente ha aggiunto esplicitamente che la politica fiscale dovrebbe diventare il principale strumento per incrementare la domanda e che ora i governi se ne devono assumere la responsabilità.

La cosa interessante è che si tratta dell'unico ambito in cui c'è stata l'unanimità del consiglio direttivo. Sembra estremamente ragionevole, ma vale la pena di sottolineare che con tutta probabilità gli stimoli fiscali discussi - quali per esempio la spesa per infrastrutture e nuovi pacchetti per combattere il cambiamento climatico - portino risultati soltanto a medio termine, e quindi la possibilità di un impatto immediato sulla prospettiva di inflazione è trascurabile. Questo sembra un po' in contraddizione con la convinzione dichiarata della BCE che questo pacchetto di misure sia più che adeguato per raggiungere gli obiettivi del consiglio direttivo, ma è perfettamente in linea con la nomina di Christine Lagarde - che dovrebbe essere confermata a ottobre - che è stata una sostenitrice dichiarata di un intervento fiscale più coordinato ed è dotata del fascino necessario per venderlo ai governi nazionali. Le previsioni di inflazione sono state di nuovo riviste al ribasso per tutto l'orizzonte di previsione. Draghi ha sorvolato

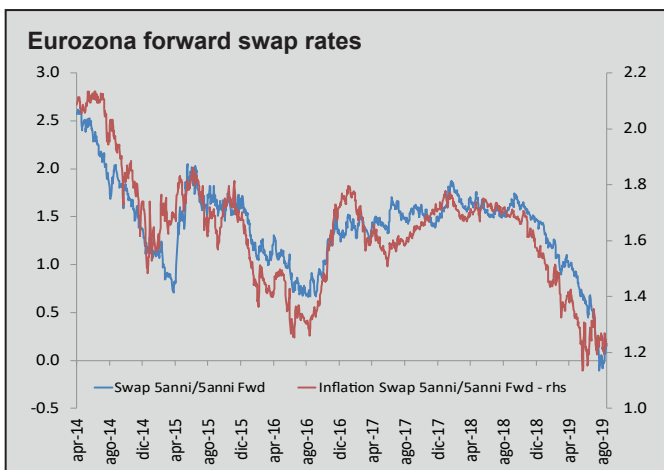


Figura 3. Fonte: Datastream, Independent Strategy

---

sulla diminuzione delle aspettative di inflazione, spacciando il calo per una ristabilizzazione a livelli inferiori più che un calo vero e proprio. Ma sembra un'interpretazione colorata di rosa, certamente sulla base degli indicatori di mercato (Figura 3). Il rallentamento della crescita nell'Eurozona si è anche protratto più a lungo di quanto si aspettasse il consiglio direttivo. E il modello della BCE ha trattato i principali rischi macroeconomici - la guerra commerciale e l'esito negativo dei negoziati sulla Brexit - in modo abbastanza favorevole. Quindi chiaramente questa valutazione pessimista è comunque accompagnata da rischi. La capacità di Draghi di ottenere risultati è stata per molto tempo impressionante e il suo canto del cigno a livello politico deve essere visto in una luce simile. Attacca il problema da quattro direzioni con un taglio dei tassi, ulteriore QE, tiering e adeguamenti del programma TLTRO III. Quest'ultimo dovrebbe essere accolto calorosamente dal settore bancario, considerata la pausa che gli concede di fronte alle pressioni sui margini esercitate dai tassi negativi. Riduce anche il rischio che i tassi negativi vengano trasmessi al settore dei depositi di privati, cosa che ha iniziato a succedere in Svizzera. È certamente un regalino per il risparmiatore tedesco, che ora lo apprezzi o meno. La guidance è stata anche notevolmente modificata, non soltanto in termini di abbandonare una tempistica per raggiungere questi obiettivi ma, più importante, chiarendo che cosa significa veramente raggiungere l'obiettivo di inflazione, non soltanto un tasso sostenuto di inflazione generale ma segni che l'inflazione sottostante (di fondo), trainata dalla domanda domestica, ha preso piede. L'inflazione di fondo è ostinatamente bassa da molto tempo, e questo, di fatto, lega la BCE a una politica morbida e ancora più morbida per ancora più tempo. Se l'euro è rimbalzato dagli iniziali livelli bassi è difficile capire come si possa raggiungere qualsiasi obiettivo della BCE con la valuta a un livello del genere.

O più specificatamente i rischi che qualsiasi apprezzamento valutario genererebbe per la prospettiva e le aspettative di inflazione sarebbero significativi. Così se non siamo forse sull'orlo di un crollo dell'euro, la svalutazione graduale ma persistente a cui abbiamo assistito negli ultimi due anni continuerà. Prevediamo che l'euro scenda a \$ 1,04 nel resto dell'anno e a medio termine vediamo la moneta unica al di sotto della parità. Questo scenario sorregge anche i mercati a reddito fisso, non soltanto in termini di acquisti di asset ma di prospettiva che i tassi di riferimento rimangano negativi oltre la durata media del debito della maggior parte dei paesi.

Occorrerebbe una vera riforma fiscale per modificare questa situazione.

#### **Documento preparato per i collocatori di ARCA FONDI SGR**

This memorandum is based upon information available to the public. No representation is made that it is accurate or complete. This memorandum is not an offer to buy or sell or a solicitation of an offer to buy or sell the securities mentioned herein. It is provided solely for the information of professional investors who are expected to make their own investment decisions without undue reliance on this memorandum. Independent Strategy Limited has no obligation to notify investors when opinions or information in this report change and may disseminate differing views from time to time pertinent to the specific requirements of investors. Independent Strategy Limited is authorised and regulated by the Financial Conduct Authority in the UK. Save for any liability or obligations under the Financial Services and Markets Act 2000, Independent Strategy Limited accepts no liability whatsoever for any direct or consequential loss arising from any use of this memorandum and its contents. It may not be circulated to or used by private investors for any purpose whatsoever, or reproduced, sold, distributed or published by any recipient for any purpose without the written consent of Independent Strategy Limited.