

BCE: tono *dovish* e tranquillizzante – ma serve flessibilità per affrontare la volatilità



Didier BOROWSKI
Head of Macroeconomic Research



Eric BRARD
Head of Fixed Income

PUNTI CHIAVE:

- **Tono della BCE:** L'atteggiamento generale è ancora ampiamente accomodante e mira a confermare la visione di consenso. È ragionevole aspettarsi un progressivo ridimensionamento del programma di acquisto di attività (APP) nel quarto trimestre e il primo rialzo dei tassi a metà del 2019. Tuttavia, la BCE mette ancora in discussione la lettura del recente peggioramento osservato nei sondaggi: sembra probabile che potrebbe attendere fino a luglio per chiarire la sua strategia monetaria.
- **Economia e rischi:** Come atteso, il Presidente Draghi si è soffermato sul contesto macro e ha colto l'opportunità di evidenziare che lo scenario di crescita del PIL reale, nonostante i segnali di moderazione del primo trimestre, resta solido e sostenuto da una base più ampia in termini di motori di crescita. Mentre i rischi per la crescita sono ancora considerati equilibrati, i "rischi globali" - in particolare l'aumento delle tensioni protezionistiche - sono diventati rilevanti.
- **Strategia di investimento:** Quello che conta ancora è il carry (dal momento che il recente rallentamento della crescita non richiede un cambiamento più rapido nell'attuale orientamento di politica monetaria) almeno fino alla prossima riunione. È fondamentale adottare un'elevata flessibilità nella gestione del portafoglio per trarre vantaggio dalla volatilità attesa che sicuramente si presenterà quando la BCE fornirà un messaggio più chiaro su ciò che verrà dopo. Sul credito globale, le diverse fasi del ciclo richiedono una gestione attiva delle divergenze settoriali in Europa e negli Stati Uniti. In Europa, siamo cauti su industriali e preferiamo i titoli finanziari, mentre negli Stati Uniti, per contro, preferiamo industriali, energetici e TMT, ma siamo meno orientati verso i finanziari.

Quali sono i principali messaggi del meeting della BCE?

D. Borowski: Come previsto, la BCE non ha cambiato la sua politica monetaria. Come al solito, la conferenza stampa del Presidente Draghi era attesa con impazienza, in particolare in considerazione del recente peggioramento degli indicatori di fiducia. Mario Draghi è stato rassicurante sulla ripresa in corso. Il recente peggioramento è spiegato da fattori temporanei (condizioni meteorologiche, scioperi, rischio protezionistico, ecc.) e riflette anche, in parte, una sorta di normalizzazione dopo un anno di forte crescita (2,4% nel 2017, la più alta dal 2007). L'inflazione core rimane contenuta, ma le prospettive economiche sono favorevoli e la BCE continua ad aspettarsi un graduale aumento dell'inflazione. Detto questo, la BCE rimane cauta. Mentre i rischi per la crescita sono ancora considerati equilibrati, i "rischi globali" - in particolare l'aumento delle tensioni protezionistiche - sono diventati rilevanti. Di conseguenza, il tono è leggermente più accomodante rispetto all'ultimo comitato di politica monetaria. "Cautela ma anche "immutata fiducia" da parte dell'Istituto sul fatto che l'inflazione convergerà nel medio termine verso l'obiettivo del 2%". Per ottenere questo risultato, la BCE deve mantenere un ampio grado di accomodamento monetario. Su questo punto la comunicazione della BCE non è variata.

Vedete delle conseguenze per la politica della BCE derivanti dal recente ridimensionamento del momentum economico?

D. Borowski: La politica della BCE dipenderà dalla natura dei recenti sviluppi. Se la diagnosi della BCE è corretta, sarà ragionevole aspettarsi un progressivo ridimensionamento del programma di acquisto di attività (APP) nel quarto trimestre e un primo rialzo dei tassi a metà del 2019. Oggi, questa è la visione di consenso. Detto questo, Mario Draghi ha riferito che le prospettive della politica monetaria non sono state discusse in questo comitato. Ciò è insolito e inevitabilmente ha sollevato una domanda. Di fatto, la BCE mette ancora in discussione la lettura del recente deterioramento osservato nei sondaggi. È legato a fattori temporanei o

Con il contributo di
Marie-Anne ALLIER
Head of Euro Alpha
Fixed Income
Laurent CROSNIER
Head of Global Alpha
Fixed Income
Silvia DI SILVIO,
Fixed Income and FX
Strategist

"La BCE sta ancora valutando la natura del recente peggioramento dei sondaggi economici; sembra piuttosto che aspetterà sino a luglio per illustrare la sua strategia monetaria"

permanenti? È dovuto a restrizioni dell'offerta o ad un rallentamento della domanda? La crescita potenziale dovrebbe essere rivista al rialzo?

In altre parole, la BCE fa una diagnosi ma non ha ancora risposte chiare a queste domande e, quindi, ha bisogno di tempo per confermarla. In questo contesto, sembra probabile che la BCE aspetterà fino a luglio per chiarire la propria strategia monetaria.

Da un lato, la comunicazione della BCE è stata calibrata per rafforzare la visione di consenso. Ma d'altra parte, probabilmente il messaggio è stato anche ponderato per aprire alla possibilità di un'estensione del programma di acquisto, se necessario (ad esempio se il rallentamento è più di una semplice fase di debolezza all'interno di un trend di crescita).

Quali sono le vostre previsioni per l'euro alla luce del recente sviluppo economico?

S. Di Silvio. Il cambio euro/dollaro ha ancora margini di apprezzamento. La crescita dell'eurozona rimane al di sopra del potenziale, con la BCE che continua la normalizzazione della politica monetaria, sebbene a un ritmo molto graduale. Gli attuali livelli del cambio supportano tale view in quanto il valore equo per il cambio euro/dollaro per Amundi si attesta a 1,28, livello che abbiamo anche come target su un orizzonte di 12 mesi. Le cause scatenanti di un possibile apprezzamento (dall'attuale range 1,20-1,25 a 1,25-1,30) dipendono molto dai dati macro dell'eurozona. Il recente indebolimento degli indici PMI (indici di fiducia delle imprese manifatturiere e dei servizi) e della produzione industriale ha sollevato alcune preoccupazioni sul fatto che l'attività economica potrebbe mostrare i primi segnali di un rallentamento. Crediamo non sia così e riteniamo temporaneo tale ridimensionamento dei dati macro. I prossimi dati sull'indice dei prezzi al consumo "core" (che non considera i prezzi dei prodotti alimentari e di quelli energetici) saranno fondamentali per valutare le aspettative del mercato sulle prossime mosse della Banca centrale europea e sull'euro.

Vedete una ri-accelerazione nelle asincronie tra le principali Banche Centrali delle economie sviluppate o sono tutte in cammino verso la normalizzazione?

E. Brard/L. Crosnier: Non prevediamo che la ripresa della crescita globale diventi asincrona e pertanto stiamo vedendo solo limitate opportunità tattiche derivanti dal cambiamento nella percezione degli orientamenti di politica monetaria. Come confermato recentemente dal Fondo monetario internazionale, l'espansione globale continua a essere guidata da tutte le regioni. Le banche centrali di tutti i principali paesi sono quindi, pur partendo da diversi punti, sulla via della normalizzazione. Di volta in volta, l'una o l'altra può sembrare rallentare o accelerare, ma la dinamica sottostante rimane di costante rimozione dell'accomodamento monetario.

Dal punto di vista di un investimento in Europa, dove è possibile creare valore per gli investitori?

E. Brard/MA. Allier: Dall'incontro della BCE di aprile non è emerso alcun nuovo elemento, ma solo la conferma del mantra del Presidente Draghi: fiducia, pazienza, persistenza e prudenza sono le parole chiave della comunicazione della Banca Centrale.

Non individuiamo alcun motivo per modificare le nostre precedenti opinioni sui mercati europei del reddito fisso. Quello che conta ancora è il carry (dal momento che il recente rallentamento della crescita non richiede un cambiamento più rapido nell'attuale politica monetaria) almeno fino alla prossima riunione di giugno. Individuiamo valore nell'esposizione al segmento obbligazionario societario, nell'esposizione ai titoli di Stato dei paesi periferici piuttosto che nella duration. Tuttavia, a nostro avviso, resta fondamentale adottare un'elevata flessibilità nella gestione del portafoglio per trarre vantaggio dalla volatilità che prevediamo si presenterà quando la BCE fornirà un messaggio più chiaro su ciò che verrà dopo.

Sul credito globale, quali sono adesso le opportunità e i rischi nei mercati?

E. Brard/L. Crosnier: Per la maggior parte degli attori del mercato, la conferenza stampa del presidente della BCE Draghi è stata un non-evento. Le nostre posizioni restano invariate: crediamo che ci sarà un incremento della leva finanziaria in Europa, poiché ci aspettiamo che le aziende traggano il massimo vantaggio dai tassi di interesse storicamente bassi prima che la BCE inizi ad aumentare i tassi di politica monetaria. Come conseguenza diretta, restiamo cauti sul debito societario industriale (considerando anche che il programma di acquisti del

“Gli investitori europei nel reddito fisso troveranno valore soprattutto nel credito, nei titoli di Stato dei paesi periferici piuttosto che nella duration”.

“Sul credito globale, le diverse fasi del ciclo richiedono una gestione attiva delle divergenze settoriali in Europa e negli Stati Uniti”

settore societario si concluderà), soprattutto per i titoli a lunga scadenza e ibridi, ma manteniamo il favore verso i finanziari.

Negli Stati Uniti, manteniamo una posizione opposta preferendo gli industriali in previsione di una riduzione della leva finanziaria. Siamo anche positivi su energia e TMT (telecomunicazioni, media, tecnologia) ma meno positivi sui finanziari (soprattutto rispetto alla nostra posizione sui finanziari europei). E, diversamente dall'Europa, negli Stati Uniti preferiamo la parte lunga della curva. La curva inglese, in particolare la parte lunga, appare interessante ma non abbastanza remunerativa data la minore liquidità. Infine, opportunità ben selezionate potrebbero essere individuate tra le società dei Mercati Emergenti.

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data di primo utilizzo: [27 aprile 2018](#).