

BCE: rendimenti a breve termine ancorati su livelli bassi



Didier BOROWSKI
Head of
Macroeconomic
Research



Eric BRARD
Head of Fixed Income

- **BCE:** la Banca Centrale Europea ha annunciato che terminerà il programma di acquisti di attività finanziarie entro la fine dell'anno, ma si è impegnata a mantenere inalterati i tassi fino all'estate 2019, ancorando di fatto le attese di tassi bassi per un periodo di tempo lungo.
- **Economia e rischi:** le aspettative di crescita della BCE sono in linea con le nostre attese (prevediamo una crescita leggermente inferiore per il prossimo anno, all'1,8%). I rischi sono aumentati (tensioni commerciali, prezzi petroliferi, incertezza sulle politiche economiche in Europa), ma non dovrebbero esserci le basi per un deragliament dell'attuale espansione economica. Riguardo all'inflazione, le previsioni della BCE sono state riviste al rialzo, indicando che sono possibili effetti secondari, come una mini-spirale salari-prezzi.
- **Reddito fisso europeo:** la BCE ha rinforzato l'ancoraggio delle scadenze più brevi e la direzionalità della curva. Eventuali sorprese al rialzo sulla crescita e/o sull'inflazione potrebbero impattare le scadenze più lunghe e tradursi in un irripidimento della curva. Sui mercati corporate manteniamo un approccio cauto, ma i fondamentali solidi e l'allargamento degli spread stanno creando opportunità su base selettiva. Nei mercati periferici, l'attuale scenario di tassi bassi dovrebbe favorire un restringimento degli spread, in considerazione delle specifiche posizioni fiscali dei paesi.
- **Valute e obbligazioni globali:** con la normalizzazione delle politiche monetarie, alcune situazioni particolari nelle aree emergenti e l'aumento dei rischi geopolitici, la volatilità continuerà a farla da padrona, creando nuove opportunità sui mercati valutari. Le divergenze nelle politiche monetarie, apprezzabili anche nel corso dell'ultimo incontro delle banche centrali, generano opportunità di investimento sia sulle valute che tra le obbligazioni. Possiamo aspettarci un ulteriore allargamento dello spread tra i rendimenti USA e core dell'area Euro.

Quali sono gli esiti principali della riunione del Consiglio Direttivo della BCE?

A partire da ottobre, il ritmo mensile del programma di acquisto di attività (APP) sarà ridotto da 30 a 15 miliardi di euro, per poi interrompersi alla fine dell'anno. La BCE continuerà a reinvestire il capitale dei titoli in scadenza (acquistati nell'ambito dell'APP) per "un periodo prolungato dopo la fine dell'APP" (cioè dopo la fine dell'anno). Inoltre i tassi di interesse di riferimento rimarranno invariati "almeno fino all'estate 2019".

La decisione relativa alla riduzione del programma di acquisti e ai reinvestimenti dei capitali è in linea con quanto già comunicato dalla BCE in diverse occasioni. In effetti rimanevano da chiarire solo i dettagli (il ritmo mensile dell'APP nel quarto trimestre e il momento in cui sarebbe stato fatto l'annuncio).

Per quanto riguarda i tassi di interesse di riferimento, il tono è leggermente più accomodante e la BCE ha chiarito il suo obiettivo: invece di dichiarare che i tassi di politica monetaria rimarranno invariati "ben oltre" la fine dell'APP, rimanendo piuttosto ambigua, la BCE ha preferito indicare un arco temporale più specifico: non ci saranno aumenti dei tassi almeno fino a tutta l'estate del 2019.

Il suo obiettivo è chiaramente quello di ancorare le attese di tassi bassi per un periodo di tempo esteso per "mantenere l'ampio grado di politica monetaria accomodante tale da assicurare la continua e sostenuta convergenza dell'inflazione verso un livello che è inferiore, ma prossimo al 2% nel medio termine". In realtà, dato il contesto di ripresa in atto e l'aspettativa di aumento dell'inflazione, se non avesse fatto nulla la BCE avrebbe implicitamente allentato ulteriormente la propria politica, al di là delle intenzioni. La fine dell'APP (che potrebbe essere stato interpretato dai mercati come un segnale negativo) è controbilanciato dal rafforzamento della

Con il contributo di

Valentine AINOUEZ
Global Aggregate
Strategist

Laurent CROSNIER
Head of Global Alpha
Fixed Income

Cedric MORISSEAU
Head, Absolute return,
GFI

Alexandra VAN GYSEGHEM
Head, IG Credit, Euro

Isabelle VIC-PHILIPPE
Head of Euro Govies
and Inflation.

cosiddetta “forward guidance”. Inoltre, Mario Draghi ha precisato che il piano di acquisti rimane comunque una delle leve a disposizione della banca centrale, se dovesse essere ancora necessario.

Relativamente allo scenario macroeconomico la BCE ha:

- Rivisto al ribasso le stime del PIL da 2,4% a 2,1% per il 2018, mantenendo inalterate le attese sul PIL reale per il 2019 e il 2020 (rispettivamente 1,9% e 1,7%).
- Rivisto al rialzo le attese sull'inflazione dall'1,4% all'1,7% per il 2018 e il 2019), mantenendo invariata l'aspettativa per il 2020 all'1,7%.
- Mantenuta invariata la stima sull'inflazione core per il 2018 all'1,1%, ma ha anche rivisto le attese su quest'ultima da 1,5% a 1,6% per il 2019 e da 1,8% a 1,9% nel 2020.

Quali condizioni macroeconomiche dell'area euro motivano l'attuale posizione della BCE e quali sono le aspettative sull'inflazione?

Borowski: Per quanto riguarda la crescita, le attese della BCE sono in linea con le nostre aspettative (prevediamo una crescita leggermente inferiore l'anno prossimo, all'1,8%). I rischi sono aumentati (tensioni commerciali, prezzi del petrolio, incertezza della politica economica in Europa) ma non dovrebbero far deragliare l'attuale espansione. In effetti, il ciclo non è ancora maturo. La ripresa rimane guidata (1) dagli investimenti interni (grazie all'aumento dei profitti, all'aumento della domanda, all'elevato utilizzo delle capacità produttiva e alle condizioni di prestito favorevoli) e (2) dai consumi delle famiglie (grazie ai bassi tassi di interesse e all'aumento della ricchezza delle famiglie).

Secondo la BCE, il rallentamento recente è ascrivibile ad alcuni fattori temporanei. In prospettiva, il PIL dovrebbe crescere a ritmi più contenuti, dato che il sostegno delle passate misure di politica monetaria espansiva dovrebbe via via ridimensionarsi; la crescita dovrebbe comunque rimanere su livelli superiori al potenziale nei prossimi due anni, con contestuale riduzione del tasso di disoccupazione.

Invece, rispetto all'inflazione, la posizione della BCE è più ottimista della nostra. La revisione al rialzo è giustificata principalmente dal prezzo del petrolio, che è ben più elevato rispetto al primo trimestre dell'anno. Ciò che sorprende di più è l'aumento delle stime sull'inflazione core per il 2019 e il 2020 poiché, sebbene modesto, riflette il fatto che la BCE si aspetta degli effetti di secondo ordine che potrebbero concretizzarsi in una mini spirale salari-prezzi: una chiara indicazione che il rischio di deflazione è superato. Detto ciò, va sottolineato che il potere contrattuale delle imprese è limitato (più che negli USA) e che l'effetto di questa mini spirale sull'inflazione di fondo dovrebbe essere contenuto.

Sul fronte politico l'Europa appare afflitta da diverse preoccupazioni. Quali sono i fattori da tenere sotto controllo?

Borowski: L'incertezza si estende a diverse aree contemporaneamente. Le misure protezionistiche annunciate da Trump pesano sulla fiducia e il vertice del G7 dimostra che Donald Trump è pronto ad andare oltre (con la minaccia esplicita di aumentare le tasse sulle auto importate dall'Europa). La probabilità di uno scontro commerciale più duro è in aumento, in un momento in cui i rischi geopolitici in Medio Oriente rimangono elevati (con rischi al rialzo sui prezzi del petrolio). In Italia, con la nuova coalizione di governo tra M5S e Lega, possiamo aspettarci che le relazioni con gli altri Paesi EU diventino più tese, in particolare rispetto alle politiche fiscali e di migrazione. Questi sono chiaramente i principali rischi da monitorare da vicino, in quanto possono influenzare le prospettive globali.

Pensate che ci sia valore tra le obbligazioni corporate alla luce della recente debolezza?

Vic-Philippe/Van Gyseghem: È ancora fondamentale agire con cautela anche se gli spread sul credito si sono stabilizzati. Il rischio Italia è ancora presente, così come il rischio di una guerra commerciale. Tuttavia, ci aspettiamo che le vendite diminuiscano, visto che gli spread sono già decisamente più ampi. Se dovesse continuare così il credito potrebbe diventare di nuovo particolarmente appetibile. Il programma di acquisti corporate (CSPP) continuerà ad essere di supporto con reinvestimenti che si protrarranno ben oltre la scadenza del CSPP. I fondamentali aziendali sono solidi, la liquidità delle imprese è ancora elevata e anche le operazioni di riacquisto di titoli sono di sostegno al mercato. Nonostante questi fattori, i

Secondo la BCE il PIL dovrebbe crescere a ritmi più contenuti. La crescita dovrebbe comunque rimanere su livelli superiori al potenziale nei prossimi due anni, con contestuale riduzione del tasso di disoccupazione.

L'incertezza si estende a diverse aree. Le misure protezionistiche annunciate da Trump pesano sulla fiducia e il vertice del G7 dimostra che Donald Trump è pronto ad andare oltre.

coefficienti di capitale solidi e il recente allargamento degli spread, gli investitori dovrebbero mantenere un approccio cauto sui finanziari, particolarmente sui titoli subordinati e le obbligazioni bancarie con scadenze più lunghe. Preferiamo i titoli di breve durata, caratterizzati da un maggiore carry e meno sensibili all'aumento dei tassi. Gli investitori potrebbero beneficiare anche di alcune selezionate emissioni sul mercato primario recentemente riprezzate, beneficiando di premio di emissione superiore. In conclusione, pur mantenendoci cauti sul mercato delle obbligazioni societarie, crediamo che possa esserci valore sulle scadenze a 3-7 anni.

Qual è la vostra posizione sui titoli periferici?

Vic-Philippe/Van Gyseghem: Questo contesto è favorevole a un restringimento degli spread dei paesi periferici e pensiamo esista una relazione diretta tra la posizione fiscale di ciascun paese e l'ampiezza del movimento degli spread che lo riguardano. Se l'Italia riuscisse a implementare una adeguata espansione fiscale nei limiti segnati dall'eurozona, i mercati potrebbero reagire positivamente così come hanno fatto con il Portogallo tra il 2016 e il 2017. In quella circostanza, l'iniziale scetticismo lasciò spazio a una reazione positiva che favorì la crescita dell'economia reale senza deterioramento dei conti pubblici. Per quanto riguarda l'Italia, maggiori informazioni sulla evoluzione fiscale potrebbero essere disponibili in autunno con la proposta del nuovo bilancio. La parte a breve della curva Italiana è già stata penalizzata e potrebbe essere la prima a reagire a fronte di eventi favorevoli. Nel frattempo, anche altri paesi dovrebbero vedere un restringimento degli spread e tornare ai livelli registrati prima della crisi italiana.

Quali sono le principali aree di attenzione sui mercati obbligazionari globali?

Crosnier/Morisseau: La nostra preoccupazione è rivolta alla preservazione del capitale in un contesto caratterizzato da rendimenti contenuti, futuri aumenti dei tassi e maggiore volatilità. Il primo modo per far fronte alla situazione è proteggere i portafogli dall'aumento dei tassi sottopesando o andando corti di duration, oltre a costruire portafogli ben diversificati in termini di spread (credito, emergenti e cartolarizzazioni) e Tips.

La volatilità elevata sul fronte valutario è destinata a durare?

Crosnier/Morisseau: Con la normalizzazione delle politiche monetarie, situazioni specifiche negli emergenti e il generale aumento dei rischi geopolitici, la volatilità continuerà ad essere elevata sul fronte valutario (e anche per altre attività finanziarie). La volatilità però oltre a rappresentare un rischio crea anche opportunità per gli investitori più accorti, capaci di individuare solide posizioni lunghe a fronte di posizioni corte ben selezionate. L'approccio sulle valute sarà direzionale (lunghi dollaro/corti sterlina; lunghi rubli/corti euro) oltre che di valore relativo (nok/sek; aud/nzd).

Questo contesto è favorevole a un restringimento degli spread dei paesi periferici e pensiamo esista una relazione diretta tra la posizione fiscale di ciascun paese e l'ampiezza del movimento degli spread che lo riguardano.

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 contenuti, 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: 15 giugno 2018.