

# Riconsiderare le opportunità nell'obbligazionario dopo le nomine alle istituzioni europee

**Le nomine.** Le nomine di Christine Lagarde alla presidenza della BCE e di Ursula Von der Leyen come presidente della Commissione Europea sono senza dubbio tra i migliori compromessi, perchè sono due donne di grande esperienza, entrambe molto favorevoli al rafforzamento dell'Unione Europea. È molto chiaro che la dimensione politica ha preso il posto della dimensione tecnocratica. Questo è uno sviluppo significativo per le istituzioni europee, ma è ancora troppo presto per trarre qualsiasi conclusione.

**Implicazioni principali per l'Eurozona.** Il ruolo della Commissione diventerà inevitabilmente più politico. Ad esempio, le trattative commerciali con il resto del mondo avranno un ruolo centrale. Il quadro finanziario pluriennale 2021-2027 attualmente in discussione è centrale per lo sviluppo dell'Eurozona. Un bilancio comune con la funzione di stabilizzazione è improbabile, ma c'è un ampio consenso sull'Unione dei mercati dei capitali: questo renderebbe possibile gestire meglio i risparmi abbondanti dell'Eurozona (con i risparmi in eccesso sugli investimenti che nel 2018 ammontavano a 340 miliardi di euro) indirizzandoli verso esigenze di investimento concrete quali la transizione energetica, l'innovazione digitale e lo sviluppo delle PMI. Dovrebbe anche agevolare gli aggiustamenti macroeconomici nell'Eurozona.

**Implicazioni chiave per la BCE e la politica monetaria.** A livello della BCE, Lagarde dovrebbe operare in continuità con Draghi. Inoltre, durante le future crisi finanziarie, la BCE e i governi dovranno lavorare in stretta collaborazione e Lagarde è abituata a parlare ai Capi di Stato. Sul fronte monetario, in un contesto di indebolimento delle prospettive economiche nell'Eurozona e di bassa inflazione, riteniamo che la BCE non esiterà a tagliare i tassi di riferimento se la Fed taglierà significativamente i tassi e / o se l'euro si apprezzerà. Di conseguenza, ci aspettiamo che la forward guidance della BCE cambi menzionando esplicitamente che i tassi potrebbero essere abbassati. Infine, ci aspettiamo che la BCE annunci a settembre un nuovo programma di Quantitative Easing destinato alle obbligazioni societarie. La BCE intende fare "tutto il necessario" per evitare una crisi nell'Eurozona.

**Opportunità per gli investitori obbligazionari.** Ai livelli di rendimento attuali, gli attori del mercato sono ora più sensibili a qualsiasi annuncio di miglioramento economico. Con le banche centrali oggi dovish, non prevediamo un aumento significativo dei rendimenti; prevediamo piuttosto che continuerà la ricerca di rendimento da parte degli investitori. In questa ricerca, con l'Italia che evita la procedura per il deficit eccessivo, assumere un punto di vista negativo sul Paese potrebbe essere piuttosto costoso; gli investitori dovrebbero preferire un posizionamento neutrale sul paese con una strategia di appiattimento della curva dei rendimenti. Nella ricerca di rendimenti più elevati, il segmento delle obbligazioni societarie subordinate è una soluzione in grado di offrire differenziali di rendimento allettanti, con una buona qualità dei fondamentali degli emittenti, un basso rischio di duration e una discreta liquidità. Ribadiamo che i mercati del reddito fisso continuano a offrire una serie di opportunità, in particolare nella parte lunga delle curve dei rendimenti governativi con strategie di appiattimento delle stesse e il rendimento sul credito non ai minimi storici, ecc. Inoltre, se le banche centrali fossero maggiormente coinvolte, dovremmo vedere meno dispersione degli spread nell'universo Investment Grade, che potrebbe rappresentare una forte chiamata per credito.



**Didier  
BOROWSKI**  
Head of Macroeconomic  
Research



**Isabelle  
VIC-PHILIPPE**  
Head of Euro Govies and  
Inflation



**Grégoire Pesquès,  
CFA**  
Head of Global Credit

## VIEW SULLE NOMINE

**“Le nomine di Christine Lagarde e Ursula Von der Leyer favoriscono il rafforzamento dell’Unione Europea.”**

**“La dimensione politica ha preso il posto della dimensione tecnocratica.”**

**“Il ruolo della Commissione diventerà inevitabilmente più politico. Per esempio, le trattative commerciali con il resto del mondo saranno al centro dell’attenzione.”**

**“Un bilancio comune con funzione di stabilizzazione è improbabile, ma c’è ampio consenso sull’Unione dei mercati dei capitali, che rinforzerebbe la resilienza dell’economia.”**

### A vostro avviso, come cambieranno gli equilibri di potere in Europa tra i paesi e le forze politiche dopo le due nuove nomine?

Le nomine di Christine Lagarde alla presidenza della BCE e di Ursula Von der Leyen alla presidenza della Commissione Europea sono i risultati di un compromesso tra Francia e Germania che tiene conto del veto di alcuni Paesi su altri candidati. È senza dubbio uno dei migliori compromessi possibili perché sono due donne di grande esperienza, entrambe molto favorevoli al rafforzamento dell’Unione Europea.

- **Ursula Von der Leyen.** In Germania, Von der Leyen è l’unico ministro al governo da quando Angela Merkel è diventata cancelliere nel 2005. La sua continua presenza nel governo testimonia la sua abilità politica (in particolare, la sua capacità di raggiungere un compromesso). Le sue qualità saranno fondamentali alla luce delle divisioni in Europa sulle questioni chiave. In precedenza, Von der Leyen ha espresso il suo sostegno per: (1) la costruzione degli Stati Uniti d’Europa (sulla base del modello di Svizzera, Germania o Stati Uniti) con più coordinamento sulle politiche economiche; e (2) la creazione di una difesa europea (nonostante abbia riconosciuto che sia un obiettivo che probabilmente richiederà più di una generazione per essere raggiunto). Detto questo, la sua esperienza come Ministro della Difesa è stata ampiamente contestata dalla sua stessa parte politica.
- **Christine Lagarde.** Per quanto riguarda Lagarde, le critiche sono meno dure. Il suo successo al Fondo Monetario Internazionale dal 2011 è stato largamente elogiato, con lei che ha dovuto affrontare la crisi del debito sovrano e la crisi greca. Anche la sua leadership, il suo pragmatismo e l’apertura mentale sono stati riconosciuti. Tuttavia, la sua conoscenza di politica monetaria è basilare, il che significa che i suoi più stretti collaboratori avranno un ruolo decisivo. D’altra parte, le sue capacità di comunicazione sono state riconosciute all’unanimità e, al giorno d’oggi, è una dote fondamentale per un banchiere centrale.

È chiaro che la **dimensione politica ha preso il posto della dimensione tecnocratica**. Si tratta di uno sviluppo significativo per le istituzioni europee, ma è ancora troppo presto per trarre conclusioni. Le questioni di bilancio dovrebbero tornare alla ribalta nei prossimi mesi. Il Consiglio europeo del dicembre 2018 ha fissato l’obiettivo di adottare il quadro finanziario pluriennale per il 2021-2027 nell’autunno 2019; il Consiglio europeo del 21 giugno 2019 ha rinviato il suo orizzonte a "prima della fine del 2019".

### IMPLICAZIONI PER L’EUROZONA E LA BCE

#### Cosa ne pensate della futura direzione della Commissione Europea sulle questioni rilevanti per l’Unione Europea? Quali saranno le principali differenze rispetto alla precedente Commissione e quali le sfide principali?

In un contesto internazionale particolarmente incerto e con divergenze nelle dinamiche economiche tra gli Stati Membri ancora molto pronunciate, il ruolo della Commissione diventerà inevitabilmente più politico. Per esempio, i negoziati commerciali con il resto del mondo saranno al centro dell’attenzione. Le sfide sono ben identificate. Ma gli europei si devono muovere in fretta. È infatti probabile che l’Eurozona (o l’UE) affronterà una recessione nei prossimi anni, il che richiederà un consolidamento dell’architettura economica e finanziaria dell’Eurozona per aumentare la sua capacità di resilienza agli shock.

Infatti, più di 10 anni dopo la grande crisi finanziaria, l’Unione monetaria è ancora divisa tra paesi in surplus e paesi in deficit. Questa polarizzazione indebolisce gli investimenti pubblici e riduce la crescita potenziale. L’Eurozona deve trasformare il suo modello di crescita e riformare la sua architettura finanziaria. Questo è l’unico modo per affrontare le sfide economiche e ambientali nel medio-lungo periodo.

**Esiste una finestra unica di opportunità con il quadro finanziario pluriennale 2021-2027 attualmente in fase di negoziazione**, poiché stabilirà un percorso per lo sviluppo dell’Eurozona per il prossimo decennio su questioni chiave (politiche agricole e di coesione, economia digitale, migrazione, obiettivi climatici, ecc.).

### Credete ci sarà un nuovo impulso per l'accelerazione di integrazione e riforme nell'Unione Europea? In quali aree vedete più probabilità di sviluppi?

Quantomeno, c'è una volontà comune di fare progressi in molti settori. Tuttavia, dato il livello di frammentazione politica, potrebbe essere necessario del tempo. Un bilancio comune con funzione di stabilizzazione è improbabile. Un bilancio comune, in caso di grave shock che colpisca uno o più Stati membri, potrebbe contribuire a stabilizzare le loro economie. Un simile bilancio, alimentato da contributi nazionali, consentirebbe di sostenere l'attività di un paese che sta affrontando una crisi, da solo o con il resto della zona euro, limitando l'uso di riforme dolorose. Tuttavia, è chiaro che non sia probabile che un bilancio con funzione di stabilizzazione venga messo in atto nell'Eurozona poiché non esiste una visione comune (Germania e Francia non la pensano allo stesso modo). Vi è invece ampio consenso sull'**Unione dei mercati dei capitali (CMU)**. Gli europei devono promuovere la condivisione dei rischi.

**Ciò consentirebbe di gestire meglio i risparmi abbondanti della zona euro** (risparmi in eccesso sugli investimenti pari a 340 miliardi di euro nel 2018) verso esigenze di investimento concrete quali la transizione energetica, l'innovazione digitale e lo sviluppo delle PMI. **Faciliterà anche l'aggiustamento macroeconomico nell'Eurozona.** In effetti, i mercati dei capitali integrati potrebbero attenuare gli shock asimmetrici in un'unione monetaria più di quanto possano fare i trasferimenti fiscali. Ad esempio, quando la partecipazione azionaria di una società è geograficamente molto diversificata, i profitti e le perdite sono distribuiti in modo più ampio. Negli Stati Uniti, grazie ai mercati dei capitali integrati, quasi la metà dell'impatto di uno shock economico si diffonde tra i diversi stati, più che con i trasferimenti di bilancio. **La CMU nell'Eurozona rafforzerebbe la resilienza dell'economia.** Inoltre, è necessario il proseguimento delle riforme strutturali (mirate alla flessibilità dei prezzi, agli aggiustamenti del mercato del lavoro, all'adozione di regimi flessibili di insolvenza delle imprese) poiché possono anche contribuire alla resilienza dell'economia.

### Sulla BCE, il consenso è che Lagarde lavori in continuità con l'approccio di Draghi. Concordate?

Il Fondo Monetario Internazionale, in generale, e Christine Lagarde, in particolare, hanno sempre sostenuto la politica della BCE, sia che si tratti di programmi di Quantitative Easing, TLTRO<sup>1</sup> o tassi d'interesse negativi.

Inoltre, Lagarde ha spesso affermato, come Mario Draghi, che la politica monetaria non era "il solo gioco in città", e che i **tassi bassi dovrebbero essere usati per attivare la politica fiscale, dove c'è spazio fiscale.** Ci si aspetta quindi che Lagarde agisca in continuità, il che dovrebbe consentire a Draghi di attuare misure espansionistiche prima dell'arrivo di Lagarde alla BCE senza aspettarsi che vengano messe in dubbio in seguito. I ruoli e le responsabilità delle banche centrali e dei governi sono, in teoria, abbastanza distinti.

**Ma con i programmi di allentamento quantitativo, il confine tra politica monetaria e politica fiscale è stato offuscato.** Di conseguenza, durante le prossime crisi finanziarie, la BCE e i governi dovranno lavorare in stretta collaborazione. Lagarde è molto abituata a parlare con i Capi di Stato - una competenza che ha sviluppato al FMI - e questo è qualcosa che le sarà utile in una zona monetaria fatta di economie ancora molto diverse. Possiamo già vedere che Lagarde gode della fiducia degli investitori.

***“Lagarde dovrebbe agire in continuità con Draghi, ma durante le prossime crisi finanziarie, la BCE e i governi dovranno lavorare in stretta collaborazione e Lagarde è molto abituata a parlare ai capi di Stato.”***

1. TLTRO, acronimo di targeted longer-term refinancing operations o operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine sono operazioni di finanziamento agli istituti di credito per un periodo predefinito.

**“Ci aspettiamo l’annuncio a settembre di un nuovo programma di Quantitative Easing da parte della BCE destinato alle obbligazioni societarie.”**

**Cosa possiamo aspettarci nei prossimi mesi in termini di direzione della politica monetaria e strumenti della BCE, in un contesto di dati economici deboli nell’Eurozona?**

Le economie dell’Eurozona si sono chiaramente indebolite nel secondo trimestre e l’inflazione core è rimasta eccessivamente bassa in questo ciclo, molto al di sotto dell’obiettivo della BCE. In questo contesto, a giugno, i termini per mantenere i tassi di interesse “ai livelli attuali” sono stati estesi “fino alla prima metà del 2020”. Draghi ha anche aperto la porta a ulteriori tagli. Riteniamo che la BCE non esiterà a tagliare i suoi tassi chiave se la Fed taglierà significativamente i tassi e / o se l’euro si apprezzerà. Di conseguenza, **ci aspettiamo che la guidance della BCE cambi menzionando esplicitamente il fatto che i tassi potrebbero essere abbassati**. Infine, ci aspettiamo che la BCE annunci a settembre un nuovo programma di Quantitative Easing destinato alle obbligazioni societarie.

**La BCE intende fare “tutto il necessario” per evitare una crisi nell’Eurozona.**

**“Non prevediamo un incremento significativo nei rendimenti. Ci aspettiamo piuttosto continuità nella ricerca per il premio da parte degli investitori”**

**IMPLICAZIONI PER GLI INVESTIMENTI OBBLIGAZIONARI**

**Date le nuove nomine, vi aspettate un prosieguo nel calo dei rendimenti e fino a che punto? Gli investitori dovrebbero investire?**

I mercati stanno scontando una politica delle banche centrali molto **dovish**, sostenuta dalle comunicazioni ufficiali più recenti così come dai dati economici. Ai livelli attuali dei rendimenti, i **protagonisti del mercato sono ora più sensibili a qualsiasi annuncio di miglioramento economico**, come ad esempio l’ultimo report sull’occupazione americana (+224K) o i dati sulla produzione industriale francese (+4% anno su anno a maggio). Il ciclo economico attuale è maturo e dipende sempre di più dalla domanda interna, il che implica che non dovremmo aspettarci una forte accelerazione della crescita. L’inflazione rimane bassa e per la BCE, così come per la Fed, il rischio è abbastanza asimmetrico. Secondo il nostro scenario principale, le banche centrali rimarranno favorevoli e molto accomodanti. Di conseguenza, potremmo assistere a una pausa nella tendenza al declino dei tassi. Non prevediamo un aumento significativo dei rendimenti; ci aspettiamo piuttosto continuità nella ricerca di rendimento da parte degli investitori.

**“Assumere una view negativa sull’Italia potrebbe essere piuttosto costoso; preferiamo essere neutrali con strategia di appiattimento della curva”**

**L’Italia ha evitato la procedura per debito eccessivo e lo spread del BTP a 10 anni è sceso sotto i 200 punti base. Qual è la vostra view sull’Italia?**

Per l’Italia, aver evitato la procedura per deficit eccessivo è uno sviluppo positivo. Lo spread italiano resta piuttosto largo, specialmente sulle scadenze a 10 anni. Essere negativi sul paese potrebbe essere piuttosto costoso e, a nostro avviso, essere neutrali con strategia di appiattimento della curva è il posizionamento giusto per il momento. Per cambiare rotta, gli investitori potrebbero richiedere al governo italiano di rafforzare la propria strategia di comunicazione, agevolando ulteriormente il percorso verso un possibile accumulo di posizioni lunghe, soprattutto in vista della discussione sul bilancio.

**Dove si può trovare rendimento nel reddito fisso? Quali sono, a vostro avviso, le strategie per fornire rendimenti agli investitori nella fase attuale e quali sono i principali rischi?**

Tradizionalmente, per aumentare il proprio rendimento, gli investitori hanno finito per assumere un ulteriore rischio di liquidità (debito privato, credito strutturato), rischio di duration (modo classico di estendere l’esposizione alla parte finale della curva con obbligazioni sovrane a lunga scadenza) o rischio di default (titoli high yield). Nello scenario definito di tassi bassi che osserviamo su entrambe le sponde dell’Atlantico, il segmento subordinato<sup>2</sup> diventa un’area chiave a cui guardare, se adeguatamente selezionato. Più in particolare, **il segmento delle obbligazioni societarie subordinate è una soluzione alternativa all’HY**. Questi titoli

2. Debito subordinato e debito senior: il debito subordinato è qualsiasi tipo di debito che è rimborsato dopo che vengono pagati tutti gli altri debiti societari e i prestiti (debito senior), in caso di fallimento della società. Il debito senior ha la priorità; è più sicuro di ogni altra tipologia di debito.

**“Nella ricerca di rendimenti superiori, il segmento delle obbligazioni societarie subordinate è una soluzione che potrebbe offrire premi interessanti, con buona qualità dei fondamentali, basso rischio di duration e buon livello di liquidità.”**

forniscono premi storicamente superiori al debito senior. La stragrande maggioranza delle obbligazioni subordinate è emessa da società Investment grade (IG) (rischio di insolvenza molto ridotto), negoziata con call-date (a breve scadenza, con basso rischio di duration) e sono composte da grandi emissioni (con maggiore liquidità). Infine, le valutazioni rimangono favorevoli al segmento del debito subordinato. La selezione è la chiave in questo segmento; la capacità di analisi in questo universo complesso e l'esperienza di lungo termine nell'utilizzare questi strumenti in diversi contesti di mercato sono fondamentali per evitare l'assunzione di rischi indesiderati. Ribadiamo che i mercati del reddito fisso continuano a offrire **una serie di opportunità, in particolare nella fascia lunga delle curve dei rendimenti governativi, con strategie di appiattimento della curva e il segmento del credito che non è ai minimi storici, ecc.** Inoltre, se le banche centrali saranno maggiormente coinvolte, vedremo meno dispersione degli spread nell'universo IG, **che rappresenta una chiamata forte per il credito.**

## 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: [15 luglio 2019](#).

---

### Chief Editors

**Pascal BLANQUÉ**

*Chief Investment Officer*

**Vincent MORTIER**

*Deputy Chief Investment Office*

---