



**Andrea
BRASILI**
Senior Economist



**Eric
BRARD**
Head of Fixed Income

IN SINTESI:

- **Le preoccupazioni della BCE sulle valute:** questo doveva essere un meeting attendista, ma gli sviluppi nel mercato dei cambi e la generalizzata debolezza del dollaro USA hanno spinto la BCE a esprimere le proprie preoccupazioni sulla volatilità delle valute. Draghi ha condannato la possibile manipolazione valutaria come una violazione degli impegni internazionali e ha evidenziato che la volatilità del tasso di cambio è una fonte di rischi ed un fattore negativo a livello globale.
- **Le reazioni del mercato:** inizialmente i mercati hanno reagito alla conferenza stampa acquistando euro, soprattutto sulla scia delle affermazioni di Draghi che ha dichiarato che "i dati confermano una forte crescita economica", e che questo forte "slancio aumenta la fiducia nella ripresa dell'inflazione". Il cambio EUR/USD si trova in un momento di robusto rialzo e sembra molto probabile che possa continuare a scambiare saldamente nell'intervallo 1,25-1,30. Ci aspettiamo che la comunicazione sulle valute rimanga molto fluida nelle prossime settimane.
- **Gli investimenti obbligazionari:** il principale rischio del mercato risiede in questa ingannevole inerzia, che induce a pensare che l'azione delle banche centrali abbia davvero anestetizzato i mercati. Poiché la percezione dell'inflazione sarà probabilmente la ragione principale del cambiamento del percorso di normalizzazione della Banca Centrale Europea, le opportunità arriveranno dalle obbligazioni legate all'inflazione e dalle scommesse sulla duration. A meno di grandi sorprese, le opportunità si troveranno negli asset a premio, quindi nei periferici, nel credito (sia IG che HY) o nelle obbligazioni convertibili.

Quali sono i principali messaggi del meeting della BCE?

AB: Senza i recenti sviluppi sul fronte valutario, questo sarebbe stato un meeting attendista. Ma è chiaro che dopo il grande movimento del dollaro, la BCE ha dovuto esprimere timori sul fronte valutario e molte delle domande della fase di Q&A si riferivano proprio ai movimenti delle valute. Draghi è stato piuttosto duro nel sottolineare che mirare a una valuta debole è in violazione con quanto concordato alla riunione del FMI a Washington, riferendosi esplicitamente ai commenti di Mnuchin, Segretario al Tesoro USA. Ha aggiunto che la volatilità nel tasso di cambio è una fonte di rischio ed è certamente un fattore negativo a livello globale. E' anche ovviamente una fonte diretta di rischio per la strategia di politica monetaria attuale. Ha poi ribadito che, da ottobre, i dati sull'economia sono più solidi, quindi il Consiglio è ancora più fiducioso sul raggiungimento dell'obiettivo di inflazione. Tuttavia, ci sono ancora segnali molto scarsi di pressione sui prezzi; quindi la politica accomodante deve essere mantenuta. In questo quadro, i rischi sono bilanciati, con la possibilità di sorprese positive sul fronte interno (crescita), e negative per fattori esterni, incluse le valute; ha anche dichiarato che diversi membri del Consiglio sono preoccupati per queste affermazioni sulle valute. Ha inoltre aggiunto alcuni commenti più concilianti, affermando esplicitamente che: 1) non è in dubbio la sequenza di azioni di politica monetaria nel processo di normalizzazione; nessun membro del Consiglio lo mette in discussione; 2) preferisce una sorta di graduale *tapering* alla fine del QE e questo sarà oggetto di discussione; 3) vede poche possibilità di crescita dei tassi di interesse nell'anno corrente.

Cosa succederà nei prossimi mesi?

AB: Il meeting dell'8 marzo, con il rilascio delle nuove previsioni dello staff della BCE, sarà la chiave per definire i prossimi passi della politica monetaria. Ma saranno rilevanti anche l'evoluzione del dibattito internazionale sul tema sollevato con forza da Draghi e le conseguenze sulle valute. Nonostante il calo degli effetti della valuta sull'economia, è utile ribadire che nelle proiezioni di settembre i membri della BCE hanno dichiarato che un (graduato) apprezzamento

“Draghi è stato piuttosto duro nel sottolineare che puntare a una valuta debole è in violazione degli impegni internazionali.”

dell'11% vs USD (all'1,31 nel 2019), che si traduce in un apprezzamento del 6% del tasso di cambio reale, può implicare un PIL inferiore dello 0,3% e un tasso di inflazione più basso dello 0,4-0,5%. Come ultima dichiarazione, Draghi ha inoltre aggiunto che, sul fronte della politica fiscale, è il momento giusto per costruire riserve fiscali, grazie al ciclo molto positivo. Quindi, va bene implementare una politica fiscale favorevole alla crescita, ma non adottare una politica fiscale Espansiva.

Un aggiornamento sull'output gap: le pressioni inflazionistiche stanno crescendo nell'area euro?

AB: Gli economisti della BCE hanno ripetutamente affermato che è difficile valutare e stimare l'output gap che è diventato recentemente ancora più complesso. Ma, anche senza una precisa quantificazione, non ci sono dubbi che lo stock di risorse non utilizzate nell'area euro è diminuito sostanzialmente. Tuttavia, questo non è ancora abbastanza per sperimentare un aumento generalizzato dei salari e dei prezzi. Va detto che le condizioni non sono omogenee e questo è un fattore positivo: l'inflazione è leggermente più alta in Germania (l'inflazione a dicembre era all'1,6% vs una media della zona euro dell'1,4% con l'Italia all'1,0%, la Francia e la Spagna all'1,2%). Allo stesso modo, i salari sembrano un po' più dinamici in Germania (crescita del costo del lavoro del 2,2% su base annua nel terzo trimestre in Germania vs 1,6% della media della zona euro, lo 0,5% in Italia e lo 0,1% in Spagna). Ciò è in linea con l'idea che Italia, Spagna e Francia, devono ancora recuperare in competitività rispetto alla Germania e che una situazione in cui i prezzi e le retribuzioni aumentano di più in Germania che nell'area euro è un fattore positivo. Quindi, anche se è prematuro affermare che vi sono pressioni inflazionistiche generalizzate in Europa, ci aspettiamo una graduale tendenza verso un più alto tasso di inflazione nei prossimi mesi. Se la debolezza del dollaro lo permetterà.

Vi aspettate un proseguimento del trend di apprezzamento dell'euro?

AB: L'Euro si trova in un momento di forte apprezzamento nei confronti del dollaro Usa e sembra probabile che possa rimanere nel range 1,25-1,30, soprattutto se continuerà a persistere la generalizzata debolezza del dollaro USA. La questione più importante affrontata da Draghi è se l'apprezzamento recente dell'EUR vs USD sia da considerarsi per lo più endogeno, quindi giustificato e guidato da migliori fondamentali. La risposta è stata diretta, affermando che l'euro si è parzialmente apprezzato sulla scia di fattori endogeni ("rafforzamento dell'economia in una certa misura più forte del previsto"), ma anche per i commenti fatti da "qualcun altro", alludendo chiaramente e indubbiamente alle recenti osservazioni di Mnuchin sulla debolezza del dollaro USA a Davos. Nello spiegare perché l'euro si è recentemente apprezzato così tanto ha anche aggiunto che c'è "maggiore sensibilità del mercato nel percepire il cambiamento nella comunicazione". Ci aspettiamo che la comunicazione sulle valute rimanga molto fluida nelle prossime settimane (come evidenziato anche dal messaggio di Trump a Davos a sostegno di un dollaro forte).

In che modo l'evoluzione della politica monetaria della BCE influirà sul mercato obbligazionario europeo? Dove sono i rischi e le opportunità?

EB: La BCE ha già modificato alcune delle componenti della sua politica monetaria negli ultimi 12 mesi: i programmi di acquisto delle attività sono stati ridotti due volte, con un mix di comunicazioni ufficiali e non, per preparare gli investitori alle successive mosse di politica monetaria. Il rendimento del Bund tedesco ha subito pochi cambiamenti, gli spread dei periferici si stanno riducendo drasticamente (sulla scadenza a dieci anni, -30 punti base decennale per l'Italia, -220 punti base per il Portogallo) e gli spread creditizi si muovono nello stesso modo. Si potrebbe quindi sostenere che l'effetto dell'evoluzione della politica monetaria della BCE possa essere trascurabile per i mercati del reddito fisso. È plausibile che il rischio principale risieda in questa ingannevole inerzia, inducendo a credere che l'azione delle banche centrali abbia davvero anestetizzato i mercati. Poiché la percezione dell'inflazione sarà probabilmente la ragione principale per cui la Banca Centrale Europea cambierà il percorso di normalizzazione, le opportunità arriveranno dalle obbligazioni legate all'inflazione e dalle scelte di investimento sulla duration. A meno di grandi sorprese, le opportunità si troveranno negli asset che offrono un premio per il rischio, nei periferici, nel credito (sia IG che HY) o nelle obbligazioni convertibili.

“Anche se è prematuro affermare che ci sono pressioni inflazionistiche generalizzate in Europa, prevediamo un più alto tasso di inflazione nei prossimi mesi.”

“L'Euro si trova in un momento di forza contro lo USD e sembra probabile che possa rimanere saldamente nel range 1,25-1,30”

“A meno di grandi sorprese, le opportunità si troveranno negli asset a premio, quindi nei periferici, nei titoli di credito (sia IG che HY) o nelle obbligazioni convertibili”

“In questo momento non vi è alcuna preoccupazione reale per il mercato del credito. Le migliori opportunità di investimento si trovano nei titoli a più alto rendimento nella struttura del capitale, poiché la qualità complessiva del credito sta migliorando”

Cosa spingerà il mercato del credito nei prossimi mesi? Ci sono ancora opportunità e, in tal caso, in quali aree?

EB: Negli ultimi 18 mesi, la nostra forte convinzione sul credito è stata confermata dai fondamentali rassicuranti delle aziende: non ci sono preoccupazioni reali per il mercato del credito in questa fase e nei prossimi mesi, in particolare in riferimento alla leva finanziaria e alle esigenze di rifinanziamento. I rischi principali potrebbero essere le M&A finanziate con indebitamento e i riacquisti di azioni proprie, che potrebbero indebolire i bilanci, ma probabilmente non si tratta di una minaccia immediata. Nel quadro convenzionale delle Banche Centrali "meno attive", le aziende hanno risposto a questo movimento con emissioni anticipate e estendendo il profilo del debito. Pertanto, le opportunità potrebbero essere individuate in quasi tutti i settori creditizi. Ciononostante, e come è stato negli ultimi anni, la nostra preferenza va ai finanziari (positivamente influenzati da un'ampia ripresa economica, curve dei tassi più ripide, un quadro normativo più stabile) e al loro debito subordinato. Le migliori opportunità di investimento si trovano infatti nei titoli a più alto rendimento all'interno della struttura del capitale, poiché la qualità complessiva del credito sta migliorando.

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: [25 Gennaio 2018](#).