



MULTI-ASSET

Perché le previsioni di tapering della BCE potrebbero essere premature

July 13, 2017

I recenti commenti ottimisti del Presidente della Banca Centrale Europea Mario Draghi hanno scatenato l'immediata reazione dei mercati finanziari globali, che sono sembrati ravvisare i primi segnali di cambiamento di approccio da parte dei responsabili delle politiche monetarie. Matthias Hoppe, Senior Vice President & Portfolio Manager, Franklin Templeton Multi-Asset Solutions, mette tuttavia in guardia da un'interpretazione eccessiva delle parole di Draghi e suggerisce agli investitori di adottare un approccio più sfumato.

I mercati finanziari di tutta l'Europa ed altrove sembrano aver interpretato i commenti ottimisti del Presidente della Banca Centrale Europea (BCE) Mario Draghi, alla fine dello scorso mese, come la dimostrazione di una potenziale fine imminente della politica monetaria accomodante nella regione.

La nostra interpretazione è più sfumata e riteniamo che parte della reazione ai commenti di Draghi sia probabilmente prematura.

In particolare, anche se la BCE deciderà di ridurre il ritmo dei suoi acquisti di obbligazioni quando riesaminerà la questione alla fine del 2017, non ci attendiamo una variazione imminente dei tassi d'interesse, né un formale "*tapering*", implicante una conclusione definitiva del programma di acquisto di obbligazioni per 60 miliardi di euro al mese.

I commenti di Draghi, formulati il 27 giugno durante un discorso introduttivo al Forum della BCE sulle Banche Centrali tenutosi a Sintra, in Portogallo, sono sembrati prospettare un quadro ottimistico dell'economia dell'Eurozona.

I mercati hanno preso alla lettera le dichiarazioni ottimiste di Draghi, rafforzando l'ipotesi che la BCE possa procedere ad un *tapering*, o programmare la conclusione del programma di acquisto di asset entro l'inizio del 2018.

Nei quattro giorni immediatamente successivi al discorso, l'euro si è apprezzato di oltre il 2% rispetto al dollaro statunitense. I rendimenti obbligazionari dell'Eurozona sono notevolmente saliti, con alla testa della correzione i titoli di stato francesi, protagonisti del maggiore rialzo da quasi sette mesi. In Germania, il rendimento dei titoli di stato biennali è salito e quello dei titoli decennali ha registrato un incremento ancora più pronunciato, dando luogo ad un irripidimento della curva dei rendimenti.

A nostro giudizio, la reazione del mercato ai commenti di Draghi ha probabilmente sopravvalutato l'ottimismo del Presidente della BCE.

Pur riconoscendo che i recenti dati economici sono stati in gran parte positivi ed i rischi politici si sono attenuati dopo le elezioni francesi ed olandesi, riteniamo che gli ultimi dati sull'inflazione siano stati deludenti, sia nell'Eurozona che negli Stati Uniti.

Il mercato ha inoltre continuato a frenare le stime d'inflazione e nelle ultime settimane ha anche rivisto al ribasso i tassi di pareggio dell'inflazione a medio termine.

Riteniamo pertanto che qualunque misura avviata dalla BCE sarà cauta e prudente. Ed in effetti, leggendo tra le righe del discorso di Draghi, crediamo che per quanto riguarda l'inflazione sia stato decisamente meno ottimista di quanto suggerito da alcuni commentatori.

Draghi ha sottolineato che il meccanismo della trasmissione da un rafforzamento della domanda ad un aumento dell'inflazione è stato più cauto rispetto ai cicli del passato. Draghi ha addotto tre motivi: gli shock esterni per i prezzi, le dimensioni dell'output gap ed il conseguente impatto sull'inflazione e l'entità delle ripercussioni dell'inflazione attuale sull'adeguamento dei prezzi e dei salari.

Secondo Draghi, sebbene la minaccia di deflazione sia probabilmente diminuita, i prezzi del petrolio e delle materie prime non si sono interamente ripresi dal crollo subito nel 2014 e 2015 e stanno ancora esercitando un effetto negativo sull'inflazione. Persiste la mancanza di una chiara tendenza dei prezzi al rialzo.

Il secondo elemento gravante sull'inflazione è il legame poco chiaro tra le dimensioni dell'output gap (il divario tra produzione effettiva e produzione potenziale) ed il conseguente impatto sull'inflazione. La maggiore partecipazione della forza lavoro da una parte e l'assorbimento dei costi dei fattori di produzione della società attraverso margini più bassi dall'altra, potrebbero in parte spiegare il motivo.

Infine, secondo Draghi un periodo persistente di bassa inflazione si sta ripercuotendo più tenacemente sul processo di adeguamento dei prezzi e dei salari. Cita l'Italia come esempio di quella che definisce "indicizzazione a ritroso dei salari", che ora copre circa un terzo dei lavoratori del settore privato in tale paese.

In questo quadro, Draghi ha ribadito nel suo discorso che la BCE "deve essere persistente" ed assicurare che le condizioni di finanziamento complessive continuino a supportare il processo deflazionistico fino a quando le condizioni non saranno "più durature e possano auto-sostenersi". Questo messaggio è congruente con la conferenza stampa tenuta da Draghi dopo la riunione di giugno del Consiglio Direttivo della BCE.

Riteniamo pertanto che la reazione del mercato sia stata eccessiva. Pur tendendo ad aspettarci un rafforzamento dell'euro nel momento in cui i differenziali dei tassi d'interesse tra Treasury USA e Bund tedeschi cominciano a contrarsi, il recente andamento ci sembra sia stato troppo veloce.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.