OBBLIGAZIONARI

Tre sviluppi in Europa che potreste avere perso durante l'estate e uno che sicuramente saprete

September 07, 2018

I mesi di luglio e agosto sono tradizionalmente un po' più tranquilli per i mercati europei, in quanto i partecipanti sono in pausa estiva. Tuttavia le cose non si fermano del tutto. Mentre le ruote prendono velocità, David Zahn, Head of European Fixed Income di Franklin Templeton, esamina alcuni sviluppi emersi in Europa nei mesi estivi che potrebbero essere sfuggiti al radar.

David Zahn, CFA, FRM
Head of European Fixed Income,
Senior Vice President,
Franklin Templeton Fixed Income Group

Il *flight to quality* spinge i rendimenti obbligazionari dei paesi europei *core* a livelli irrealistici

Per alcuni giorni durante il periodo di metà agosto, tradizionalmente tranquillo, i timori relativi a una crisi in Turchia hanno dato luogo a notizie frenetiche e creato volatilità negli asset dei mercati emergenti.

Abbiamo ritenuto che le probabili ricadute economiche negative fossero ampiamente limitate alla Turchia e crediamo che le ripercussioni sui mercati finanziari e sulle economie dell'Unione Europea siano molto contenute.

Sebbene una o due singole banche europee avessero una certa esposizione alla lira turca, erano generalmente considerate dotate di un capitale sufficiente ad affrontare qualsiasi problema. Il rischio di contagio al settore finanziario europeo ci appare trascurabile.

Gli investitori adottano un approccio di astensione dal rischio

Tuttavia, lo scalpore suscitato dalla situazione in Turchia ha scatenato un clima di astensione dal rischio tra alcuni investitori, innescando un *flight to quality*.

Negli ultimi mesi l'avversione al rischio degli investitori ha fatto scendere i rendimenti delle obbligazioni europee *core*. In particolare, a metà agosto il bund decennale tedesco è crollato dello 0,30%.

I bassissimi rendimenti obbligazionari tedeschi non hanno senso per noi, se si considera il contesto macroeconomico nell'Eurozona: l'inflazione di fondo è ancora in prossimità dell'1%, mentre l'inflazione complessiva si aggira intorno al 2%.

Il programma di acquisto di asset della Banca Centrale Europea (BCE) sembra destinato a concludersi a fine anno e questo a nostro avviso dovrebbe mantenere un tetto massimo dei rendimenti obbligazionari europei. Continuiamo tuttavia ad aspettarci di vedere salire il rendimento decennale tedesco almeno allo 0,70% – 0,80%, una percentuale che rifletterebbe comunque qualche premio sul rischio incorporato.

La riduzione graduale discreta della Bank of Japan

Uno degli sviluppi potenzialmente più interessanti per i mercati obbligazionari europei nel corso dell'estate si è verificato molto lontano dall'Europa, ossia in Giappone.

Mentre sembra che la BCE inizierà la fase conclusiva del suo programma di allentamento quantitativo (QE) alla fine di quest'anno, la Bank of Japan (BOJ) sarà probabilmente l'ultima tra le principali banche centrali a essere ancora impegnata in acquisti di asset.

Tuttavia, lentamente e senza ostentazioni, anche la BOJ sta diminuendo i suoi acquisti nel tempo in quella che io definisco una "riduzione graduale discreta".

Gli acquisti di asset da parte della BOJ sono in calo

La BOJ possiede una fetta così grande del mercato obbligazionario da non aver alcun bisogno di continuare ad acquistare molto come ha fatto in passato, eppure l'importo degli acquisti aggiuntivi di QE è in calo.

Nella sua riunione di politica monetaria di fine luglio, la BOJ ha annunciato una piccola variazione del suo approccio. La banca centrale giapponese ha ampliato la sua tolleranza verso le fluttuazioni del rendimento sul titolo di Stato decennale giapponese dello 0,20% al di sopra o al di sotto del suo obiettivo dello 0%. In precedenza, sarebbe intervenuta a partire dallo 0,10% al di sopra o al di sotto dell'obiettivo.

L'ampliamento della fascia di tolleranza prima di intervenire significa consentire una maggiore volatilità, un fattore assente da qualche tempo dai mercati obbligazionari, e di conseguenza una maggiore normalizzazione.

Sebbene nell'ultimo anno le curve dei rendimenti abbiano registrato una tendenza all'appiattimento, riteniamo che potrebbero potenzialmente iniziare a irripidirsi, considerato che per il futuro prevediamo un approccio coordinato delle banche centrali.

Vuoto di leadership in Europa, mentre l'Italia si prepara a una legge finanziaria potenzialmente di sfida all'UE

Nel corso dell'estate ci è parso chiaro che ai vertici europei vi è un vuoto di *leadership*.

Né il presidente francese Emmanuel Macron né la cancelliera tedesca Angela Merkel sembrano al momento sufficientemente forti da prendere vigorosamente in mano la guida dell'Europa e pertanto dovranno collaborare.

Macron non è riuscito a costruire la base di potere che aveva previsto; in Francia i sondaggi su di lui sono deludenti e in aggiunta non è stato in grado di realizzare tutte le riforme interne che aveva dichiarato di voler attuare.

Anche la Merkel ha affrontato in Germania alcune difficoltà all'interno della sua coalizione di governo che l'hanno lasciata politicamente indebolita.

Il governo populista italiano definirà i piani di spesa

Al contempo, in Italia ci stiamo preparando a potenziali sfide allo *status quo* dell'Unione Europea (UE) lanciate dal nuovo governo di coalizione populista.

Il governo italiano si sta preparando ad annunciare a settembre o a ottobre il suo bilancio previsionale per il prossimo anno, avendo in passato indicato la volontà di aumentare il deficit per stimolare la crescita economica, in violazione delle indicazioni dell'UE.

La domanda è se l'Italia proporrà un bilancio previsionale molto populista che implichi spese elevate e richieda un aumento del disavanzo.

A nostro parere, il governo italiano procederà con cautela; abbiamo visto ciò che è accaduto in paesi come la Turchia, quando i mercati finanziari sono spaventati. Riteniamo che i *leader* italiani richiameranno la volatilità che aveva fatto seguito al successo elettorale dei due partiti populisti.

Ci aspettiamo un bilancio previsionale italiano che proponga una crescita del disavanzo pubblico superiore a quanto desiderato dall'UE, ma che comunque riesca tranquillamente a finanziare.

Brexit: sempre più probabile un mancato accordo, che rappresenterebbe un fallimento per entrambe le parti

Cosa sta succedendo con la Brexit? Purtroppo non molto.

Allo stato attuale delle trattative, riteniamo che il Regno Unito stia per uscire fuori dall'UE senza alcun accordo. Siamo fortemente convinti che l'assenza di un accordo diventerà un fattore sempre più problematico per gli altri stati membri dell'UE, i quali si rendono conto di quanto ne saranno colpiti, non soltanto il Regno Unito.

A nostro avviso, inoltre, uno scenario di "no deal" sarebbe considerato un fallimento per il principale negoziatore dell'UE, Michel Barnier. Il suo obiettivo non era quello di spaccare il Regno Unito, ma di raggiungere un accordo che potesse soddisfare tutte le parti.

Se tutto ciò che Barnier fa è invece punire il Regno Unito, a nostro parere non è una trattativa efficace. Se quello fosse il piano, l'UE avrebbe potuto semplicemente abbandonare la trattativa.

Nelle prossime settimane, pertanto, vi sarà una pressione maggiore su Barnier e sul suo team di negoziatori UE per arrivare a un accordo sostenibile.

Ci aspettiamo un gioco d'astuzia dell'ultimo minuto non soltanto tra le parti negoziali in Europa, bensì anche tra le parti politiche all'interno del Regno Unito. Ci aspetta una stagione di congressi dei partiti, che potrebbero decidere la *leadership* futura e dettare la linea politica dei principali partiti politici del Paese.

Vi sono molte parti in movimento in un momento in cui è necessaria la stabilità.

CFA® e Chartered Financial Analyst® sono marchi di proprietà del CFA Institute.

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.

© 2018. Franklin Templeton Investments. All rights reserved.