

IL BASTIONE DELLA BCE

Dopo la Fed, anche la BCE ha aggiustato il tiro della politica monetaria; peggiorano le condizioni dell'economia europea e la banca centrale cerca di stare un passo avanti agli eventi per evitare il peggio

“Non sappia la tua mano sinistra ciò che fa la destra”. Parole evangeliche probabilmente familiari a Mario Draghi, che ha studiato dai Gesuiti.

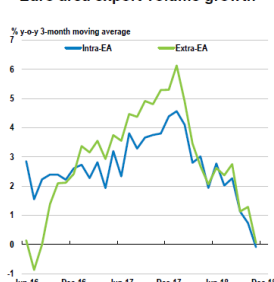
I tassi negativi esercitano onerose pressioni sulle banche dell'Eurozona, allora, ciò che la Banca Centrale Europea non può dare con la destra, ovvero il rialzo dei tassi spostato in avanti dalle condizioni dell'economia, cerca di dare con la sinistra.

Come la banca centrale americana, anche la BCE aggiusta il tiro, se a Washington la pazienza prende il sopravvento sul pilota automatico, a Francoforte hanno rispolverato uno strumento di stimolo esplicitamente mirato all'economia reale. Il TLTRO (Targeted Longer-Term Refinancing Operations) deliberato la settimana scorsa, si differenzia dagli ordinari strumenti di finanziamento al sistema bancario perché la sua concessione è direttamente associata all'ammontare dei finanziamenti erogati a imprese e famiglie.

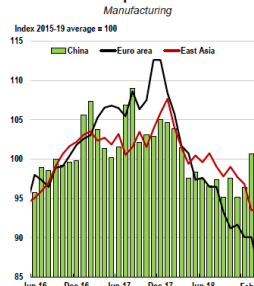
Inflazione tenacemente bassa e attività economica in rallentamento rendono l'Europa, e le sue banche, particolarmente vulnerabili, scontano il pegno di due grandi economie, quella tedesca e italiana, fortemente dipendenti dalle esportazioni, dalle condizioni esterne.

“Se Stati Uniti e Cina prendono il raffreddore” ha scritto pochi giorni fa Martin Wolf “l'Eurozona prende l'influenza”.

Euro area export volume growth



New export orders



Peggiorano le condizioni dell'economia europea. Fonte: OECD, Markit, Eurostat.

Allora scatta l'antibiotico della BCE. Con la terza edizione di questa misura non convenzionale, l'istituto di Francoforte ha inteso anticipare qualsiasi timore, fondato o solo percepito, sulle condizioni di liquidità del sistema bancario europeo mentre si avvicinano i rimborsi delle precedenti edizioni.

Il TLTRO è un indubbio aiuto all'Italia, la cui crescita è sempre più distante dalle stime di appena poche settimane fa, ma anche alla Germania, dove sono calati esportazioni e consumi interni e il settore auto sembra imprigionato nella tempesta perfetta scatenata dalle minacce tariffarie, dalla lentezza all'adeguamento ai nuovi standard delle emissioni, dal rallentamento cinese. Come se non bastasse, i maggiori produttori di auto tedeschi rischiano maxi-multe dell'Antitrust europeo, il sospetto è che esistano accordi segreti per aggirare le norme sulle emissioni. Secondo il quotidiano economico Handelsblatt, le multe potrebbero arrivare a 50 miliardi di euro, il 10% del fatturato complessivo dei quattro maggiori produttori.

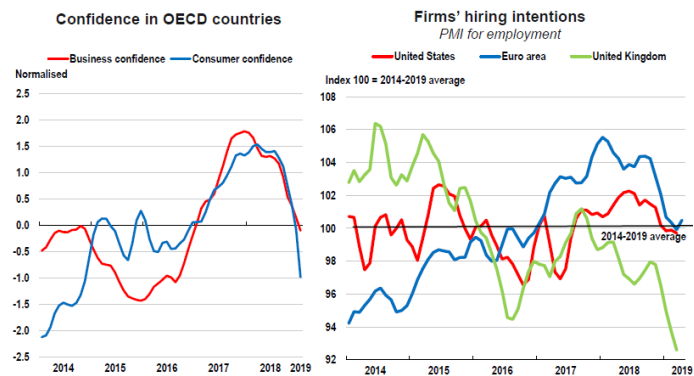


Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

Le stime di crescita dell'Eurozona nel 2019 scendono, nelle previsioni della BCE, a 1,1% dall'1,7% di appena tre mesi fa. Le aspettative pesano, la discesa degli indici di fiducia di imprese e consumatori è stata marcata.

Le banche centrali sono entrate in "pausa caffè", hanno interrotto il sentiero della normalizzazione. Peter Praet, capo economista della BCE, ha parlato di "normalizzazione degli strumenti, non delle politiche", la BCE ha sospeso il programma di acquisti straordinari di titoli ma continua a reinvestire con regolarità i titoli in scadenza.

Il Quantitative Tightening europeo può attendere, si parlerà di riduzione del bilancio solo dopo il primo rialzo dei tassi, la banca centrale teme le ombre che si allungano sull'economia globale, generate da tre ordini di preoccupazioni.



Tensioni sul commercio globale e incertezza politica generano conseguenze su fiducia e nuove assunzioni. Fonte: OECD, Markit.

Il proseguimento dell'incertezza sul commercio internazionale costituisce un freno agli investimenti, all'occupazione e, di conseguenza, ai consumi. Qualche commentatore vede nel prolungamento dei negoziati con la Cina l'interesse di Trump nel prepararsi alla prossima campagna presidenziale; giocherebbe a suo favore presentarsi come tenace e abile negoziatore. Può darsi, ma in ogni caso le schermaglie commerciali tra Stati Uniti e Cina sono il velo di Maya dietro il quale si gioca la vera competizione, il primato tecnologico e strategico nel lungo termine.

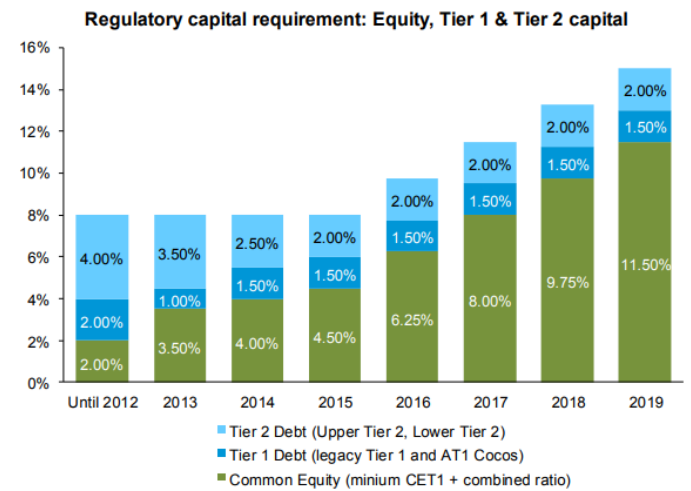
Un secondo elemento di preoccupazione è dato dalle possibili conseguenze del rallentamento cinese sulle economie dei paesi occidentali, il governo e la banca centrale cinesi hanno entrambi dispiegato opportune misure fiscali e monetarie, ma il sentiero in cui si muovono è stretto, da una parte il rallentamento dell'economia, dall'altro l'imponente debito privato che, spinto da mercato immobiliare e shadow banking, è più che quadruplicato dal 2007 e ha superato il 300% del PIL.

Infine, e torniamo all'Europa, conviviamo con il rischio che le incertezze politiche di Gran Bretagna e Italia, e il rallentamento della Germania, si estendano facilmente al resto del continente grazie agli intensi rapporti commerciali e alle reti globali del valore. In soprammercato, lo scenario potrebbe ulteriormente guastarsi se aumentassero i rendimenti, aggravando i ratio patrimoniali e i costi di finanziamento delle banche, minacciando la loro offerta di credito.

Tenendo conto di questo scenario, la banca centrale cerca di fare il possibile per scongiurare una recessione che l'Eurozona, in queste condizioni, non può permettersi, disgregata politicamente, in rallentamento economico, con inflazione a 1% e tassi a zero. La responsabilità cade ancora, suo malgrado, sulla banca centrale, i governi sembrano assenti. Dovrebbero intensificare la cooperazione multilaterale e intensificare il processo di integrazione ma si tratta di argomenti mitologici alla vigilia delle elezioni per il rinnovo del parlamento europeo.

Insomma, la mossa di Draghi certifica le difficoltà dell'economia europea e l'intenzione di prevenire una recessione che sarebbe insopportabile.

Le conseguenze per l'investitore sono di due ordini, diminuire l'esposizione alla direzionalità, diversificare cioè oltre i beta di mercato, e aumentare l'esposizione a strategie e strumenti per quanto possibile decorrelati.



Fonte: GAM, Deutsche Bank

Le emissioni bancarie, a dispetto della cattiva fama guadagnata negli ultimi anni nel nostro paese, costituiscono un possibile luogo di diversificazione. Negli ultimi anni il rafforzamento del capitale delle maggiori banche europee imposto dalle più stringenti regole di Basilea III ha pagato. Il rafforzamento patrimoniale ha irrobustito il sistema e mantenuto la fiducia, gli stress test condotti anche dalla BCE hanno confermato la capacità di tenuta delle banche europee.

Il TLTRO migliora ulteriormente il profilo di rischio delle banche rendendo ancora più interessanti le emissioni AT1 (Additional Tier 1) e i Contingent Convertible. Sono obbligazioni più rischiose rispetto alle emissioni ordinarie, perché sono le prime chiamate ad assorbire le perdite quando il capitale della banca scende al di sotto dei limiti stabiliti dal supervisore.

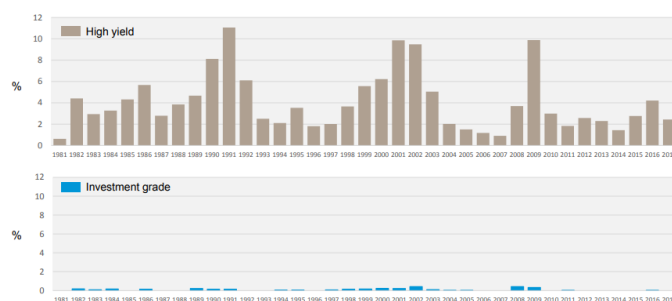
L'investitore è esposto al rischio di eventi imprevedibili che ostacolano il rimborso e, parimenti, alla rivalutazione del rischio che i rimborsi non vengano effettuati. È ciò che è accaduto nel corso del 2018: l'allargamento degli spread ha comportato per le banche un maggior costo di finanziamento e, di conseguenza, un innalzamento delle probabilità di qualche mancato rimborso, puntualmente registrato dai prezzi delle obbligazioni junior, le più rischiose.

Ma se queste obbligazioni sono così prossime al rischio azionario, perché dovrebbe sottoscriverle coloro che sono avversi al rischio?

Prima di rispondere alla domanda merita ricordare che il segmento delle obbligazioni AT1 e Contingent Convertible europee, obbligazioni esplicitamente volute dai regolatori per irrobustire la struttura di capitale delle banche, si è evoluto in una autonoma classe di attivo. In circolazione ci sono circa 170 miliardi di euro in CoCo, frazione dell'intero debito subordinato delle banche europee che ammonta a circa 800 miliardi. Le operazioni deliberate dalla BCE la settimana scorsa sono un ulteriore aiuto al sistema bancario, e questo segmento di obbligazioni ha caratteristiche di maggior interesse rispetto, ad esempio, alle obbligazioni High Yield (emissioni ad alto rendimento e minore qualità), più vulnerabili al default.

Venendo all'investitore, egli sa che elevato rendimento ed elevata qualità dell'emittente non eliminano la volatilità dei prezzi ma, parimenti, l'investitore accorto sa che in superficie le onde della volatilità scuotono i prezzi ma in profondità scorre la corrente lenta e costante del rendimento, quello del flusso cedolare atteso.

La selezione degli emittenti e lo studio delle singole emissioni sono i due fattori cruciali per investire nel debito subordinato; una volta accettata la volatilità dei prezzi, le valutazioni fondamentali ne fanno un interessante investimento nel medio periodo.



Time Horizon	High Yield (%)		Investment grade (%)	
	1	5	1	5
1	3.75	0.92	0.10	0.10
5	14.95	0.92	0.45	0.10
10	21.21	0.92	2.03	0.10

Il tasso di default degli IG inferiore a quello degli HY. Fonte: GAM, Standard & Poor's Global Fixed Income Research and Standard & Poor's CreditPro, al 30 Aprile 2018.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.