

Bce, il bilancio di gestori, cf, fund selector e istituzionali sul tanto atteso meeting

Di **Francesco Colamartino**

11 settembre 2020



Ulrike Kastens, economist Europe di Dws

“Nessuna grande sorpresa per gli investitori dalla **Banca Centrale Europea**. La **politica monetaria** rimane invariata, ma resta la disponibilità della banca di adeguare, se necessario, tutti gli strumenti di politica monetaria. La novità è rappresentata comunque dall’inclusione del **tasso di cambio** nella dichiarazione introduttiva, che è un chiaro segno della preoccupazione del consiglio della banca centrale.

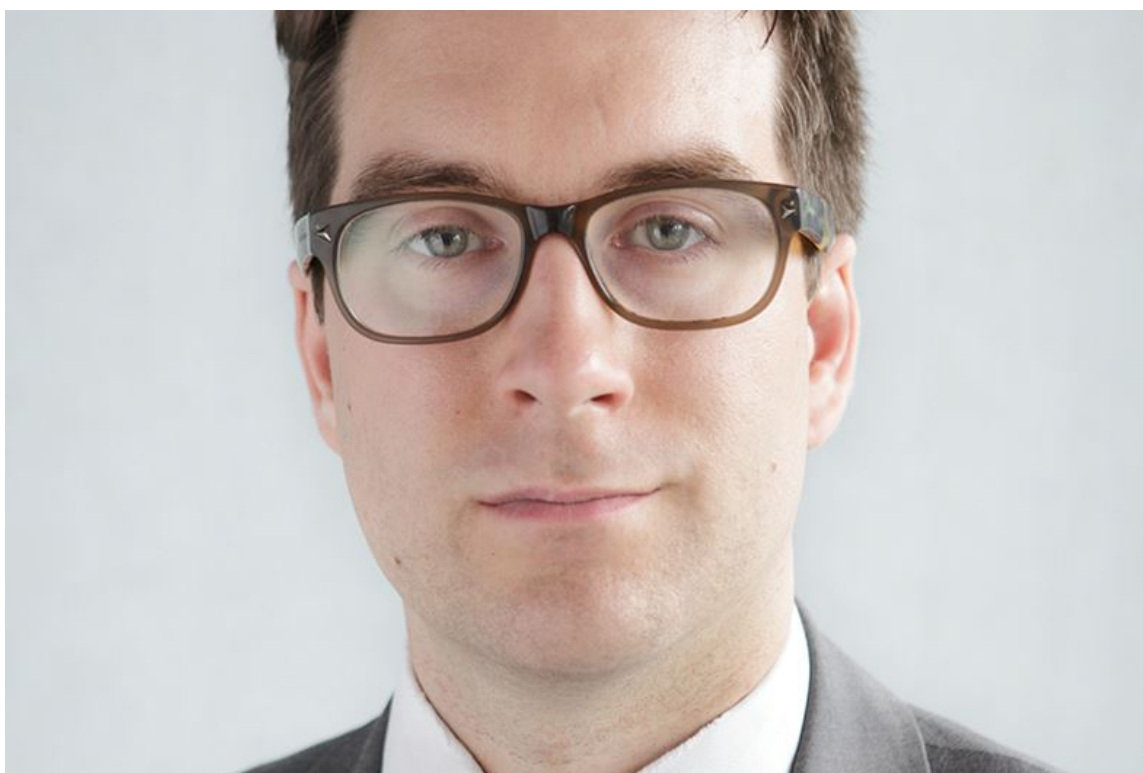
Sebbene il tasso di cambio non sia un obiettivo della Bce, l’effetto di attenuazione dell’**inflazione a medio termine** sull’apprezzamento dell’euro viene attentamente monitorato. Poiché il

mancato raggiungimento degli obiettivi di inflazione sono già previsti, un significativo apprezzamento dell'euro non sarebbe ovviamente gradito.

Non è stata data alcuna indicazione circa l'aumento del **Quantitative Easing**, ma il presidente della Bce, **Christine Lagarde**, ha chiarito che l'intera dotazione del programma di acquisto per le emergenze pandemiche (**Pepp**) sarà pienamente utilizzata.

Anche se la BCBce E è un po' più ottimista sulle prospettive economiche - le previsioni di **crescita del Pil** sono state riviste al rialzo per la prima volta dopo molto tempo - continuiamo ad aspettarci una ripresa congiunturale irregolare nei prossimi mesi all'interno dell'Eurozona.

La Bce ha, inoltre, sottolineato che **l'incertezza rimarrà molto elevata**. Manteniamo quindi la nostra valutazione che la Bce non potrà evitare un ulteriore aumento del Pepp, forse prima della fine di quest'anno. La Bce rimarrà fortemente espansiva ancora per molto tempo. In parole povere, il suo lavoro non è ancora finito”.



Paul Diggle, senior economist Aberdeen Standard Investments

“La Bce è stata stranamente **hawkish** nella sua riunione di ieri. Ha fatto delle revisioni al rialzo delle sue previsioni di **crescita e di inflazione** e, durante la conferenza stampa, **Christine Lagarde** è sembrata un po' più ottimista sulle prospettive di quanto crediamo sia giustificato.

Con il forte rimbalzo iniziale che sta già perdendo vigore e l'inflazione core ai minimi storici, pensiamo che la Bce sarà costretta a un **ulteriore allentamento** nel corso dell'anno”.



Antonio Cesarano, *chief global strategist di Intermonte Sim*

“La parte più rilevante ieri era rappresentata dall’aggiornamento delle previsioni dello staff della Bce. Come anticipato da alcune indiscrezioni ieri, il **Pil del 2020 è stato rivisto in meglio**, a fronte di uno scenario sostanzialmente analogo a quello delineato a giugno per il 2021 e 2022.

Più sorprendenti le **previsioni sull’inflazione**: di fatto invariate e, anzi, una lieve revisione al rialzo per il 2021.

La **Lagarde** nel suo discorso ha sottolineato come il board sta attentamente monitorando l’**andamento del cambio**, che la Bce è sempre pronta ad aggiustare tutti gli strumenti a disposizione, ma ha anche aggiunto che non vengono percepiti rischi deflattivi, dal momento che il calo dell’inflazione viene percepito come temporaneo soprattutto a causa dell’effetto del recente taglio dell’**Iva in Germania**: l’aliquota principale, ad esempio, è stata portata dal 19 al 16% nel periodo luglio/dicembre 2020.

La Lagarde più volte ha cercato di richiamare le parole inerenti al fatto che la Bce monitorerà attentamente il cambio, enfatizzando come il riferimento al tema forex nel comunicato sia alquanto inusuale e quindi rilevante.

In assenza, però, di una base solida rappresentata da un’eventuale revisione al ribasso dello scenario inflattivo, le sue parole di ieri sono risuonate alla stregua di un “**vorrei ma non posso...ancora**”.

Una nota positiva per il **Btp**: l'indicazione che il piano di acquisti pandemico **Pepp** verrà utilizzato per la sua totalità di 1.350 miliardi di euro.

In sintesi: ieri la Lagarde aveva di fatto le armi spuntate in assenza di uno scenario dello staff che corroborasse effettive preoccupazioni sullo scenario inflattivo alla luce della dinamica del cambio.

Allo stesso tempo, però, le stime inserite sul cambio nello scenario fanno riferimento ad un livello di 1,18, che diventa pertanto il livello rispetto al quale monitorare il livello di guardia della Bce. Il capo economista **Philip Lane** è arrivato a dire "il cambio conta!" con un euro in prossimità di 1,2.

In vista della prossima riunione **Fed** del 16 settembre è possibile che gli operatori riprovino a testare se ancora l'area 1,2 è quella di guardia o se il livello si è leggermente innalzato.

Ad ottobre, l'eventuale peggioramento del contesto macro nel caso di espansione della pandemia in area euro insieme alle possibili turbolenze causate dalla **fase pre-elettorale Usa**, potrebbero nuovamente riportare l'euro nella parte bassa del range atteso nei prossimi 30 giorni (1,17/1,21, salvo overshooting verso 1,23/1,25).

La parte finale dell'anno potrebbe invece vedere la Bce pronta a fare di più in particolare nella riunione del 12 dicembre, quando verranno nuovamente aggiornate le stime su Pil ed inflazione e soprattutto sarà ricompreso nello scenario anche il 2023. In questo contesto l'euro potrebbe ritornare in area 1,15.

Sul fronte tassi, l'assenza di misure a breve e la percezione di assenza di un rischio deflattivo sta comportando un rialzo soprattutto dei tassi tedeschi a lungo termine, con conseguente irripidimento della curva e beneficio per il comparto bancario.

Con riferimento al quarto trimestre, la sottolineatura al momento che il Pepp verrà utilizzato in toto insieme ad altri fattori (basse scadenze, arrivo di fondi **Sure** ed eventualmente **Mes**, fondi **Tltro** reinvestiti in parte in Btp) oltre alla possibilità di espansione ulteriore a fine anno delle misure Bce, contribuiscono a creare clima favorevole per i Btp con target i livelli minimi 2020 sul comparto decennale (area 0,8%), senza escludere overshooting".



Sandra Holdsworth, head of global rates UK di Aegon Asset Management

“La Bce non ha mosso alcuna pedina ieri, esattamente come da attese. Le stime dell’Eurotower si sono fatte più ottimiste sull’**outlook di crescita 2020**, previsto in minore contrazione rispetto alle indicazioni date a giugno. Rispetto all’**inflazione**, invece, le prospettive rimangono invariate.

C’era stata un po’ di speculazione sul fatto che **Christine Lagarde** potesse fare qualcosa a fronte del recente **apprezzamento dell’euro**. Oltre a ribadire l’importanza del tasso di cambio quando si considera il livello di inflazione nell’Eurozona, tuttavia, ci sono state ben poche indicazioni.

La numero uno della Bce ha chiarito che un apprezzamento della moneta mette pressioni ribassiste sull’inflazione e questo porterebbe all’utilizzo di tutti gli strumenti di politica monetaria necessari ad evitarlo.

Sembra chiaro, però, che i livelli attuali non siano abbastanza da innescare una reazione”.



Kaspar Hense, senior portfolio manager di BlueBay Asset Management

“Come da attese, la Bce non ha ancora incluso riferimenti al **rafforzamento dell’euro**, il che dovrebbe essere visto come un segnale di acquisto, fatti salvi i timori per la **Brexit**, che pesano sull’Europa nel suo complesso.

Il consiglio direttivo ha anche accennato alla buona accoglienza ricevuta dalle ultime **TLTRO3**. A nostro avviso ciò significa che questo strumento diverrà sempre più importante andando avanti. Si tratta di uno strumento con un forte impatto, in quanto non prevede un limite inferiore, e sottolinea il successo delle azioni di politica monetaria dell’Eurotower.

Abbiamo già assistito a un’asta ventennale molto solida in Italia due giorni fa, che ha raccolto richieste per 85 miliardi di euro, a dimostrazione del supporto da parte del mercato.

In sintesi, oggi la Bce ha rafforzato il proprio sostegno, focalizzandosi sull’indebolimento dell’**outlook dell’inflazione**, piuttosto che menzionare la recente forza della ripresa della crescita”.



Michele de Michelis, responsabile investimenti di Frame AM

“La **Lagarde** ha optato per la tattica che ha reso famoso **Quinto Fabio Massimo**, detto il “temporeggiatore”.

Tutti si aspettavano indicazioni, stile **Fed**, sull’approccio all’**inflazione**, ma come ben sappiamo in Europa le questioni interne sono ben più delicate, per usare un eufemismo.

La mia sensazione è che, come al solito, non abbiano trovato un accordo su un approccio condiviso, però il messaggio che è stato dato alla platea è moderatamente positivo, memori di quanto accadde nella riunione di marzo.

L’**euro** ha avuto una fiammata verso il dollaro, ma è durata giusto qualche ora per concludersi con un sostanziale nulla di fatto.

Vediamo se in questi mesi riusciranno a trovare il bandolo della matassa, ma attenzione che gli aiuti devono andare alle imprese, non solo alle banche”.



Giovanni Cuniberti, responsabile consulenza fee-only Gamma Capital Markets

“Non ci sono stati colpi di scena nella riunione di ieri della **Bce**. La **politica monetaria** impostata nelle scorse riunioni è stata confermata.

L'unica novità riguarda l'aggiornamento delle **previsioni sul Pil**. Quello del 2020 è stato rivisto in meglio, a fronte di uno scenario sostanzialmente analogo a quello delineato a giugno per il 2021 e 2022.

Lievemente più sorprendenti le previsioni sull'**inflazione**. C'è una lieve revisione al rialzo per il 2021. Importante anche il focus sul cambio: **Christine Lagarde** ha sottolineato che il board monitora l'andamento del **cambio euro dollaro**, enfatizzando il fatto il tema sia stato inserito nel comunicato.

La Bce si aspetta un euro dollaro intorno a 1,18, livello che a questo punto diventa fondamentale in ottica di impatto positivo o negativo sull'economia reale. A mio avviso un superamento di 1,2 potrebbe generare incertezze sulle esportazioni con successivi impatti negativi sul pil europeo”.



Annalisa Piazza, *fixed-income research analyst di MFS IM*

“La **politica della Bce** resta invariata dopo il meeting di ieri del consiglio direttivo. Il tono della conferenza stampa è stato un po' meno colomba del previsto e la presidente **Lagarde** non ha indicato grandi cambiamenti nel prossimo futuro.

Il messaggio complessivo è stato chiaro: la Bce sta monitorando gli attuali sviluppi (compreso l'euro) e valutando l'efficienza delle misure, prima di intervenire con altre più accomodanti.

La Bce ha chiarito che **l'euro non è uno dei suoi obiettivi**. Come è spesso accaduto in passato, la Bce è riluttante a fissarne uno o ad attuare qualsiasi misura esplicita per ridurre la rapida accelerazione dell'euro, soprattutto perché non fa parte dei suoi programmi.

Ci aspettiamo che la Bce continui a “smorzare i toni” sull'euro e che in futuro riduca ulteriormente l'eventuale volatilità, ma non prevediamo ulteriori accorgimenti (cioè un'altra riduzione dei tassi) volti ad indebolire la valuta.

La Bce continua ad accogliere con favore le recenti misure fiscali (sia interne che a livello comunitario) in quanto considerate lo strumento necessario per sostenere la crescita e la stabilità dei prezzi nel medio termine.

Nell'incontro non è stata discussa alcuna espansione del **Pepp** e ci si aspetta un atteggiamento analogo nei prossimi mesi, a meno che non ci sia un significativo cambiamento dello scenario economico. Per contro, **l'inflazione rimane estremamente bassa** e la Bce dovrà rivalutare lo scenario economico in un secondo momento, quando ci sarà più chiarezza su alcuni dei rischi al ribasso (cioè la seconda ondata) e di deflazione.

Riteniamo che ci siano ancora buone possibilità riguardo a un ampliamento del Pepp entro la fine dell'anno (o all'inizio del 2021), quando le proiezioni della Bce saranno estese fino al 2023 (ed è possibile che mostrino un'inflazione ancora contenuta) e l'aumento temporaneo del programma APP scadrà.

In alternativa, la Bce potrebbe espandere il suo regolare programma di acquisto se l'impatto della pandemia fosse meno grave ma il livello dell'inflazione dovesse non essere ancora adeguato".



Danilo Pone, responsabile di patrimonio di Enpab, la cassa di previdenza e assistenza obbligatoria a favore dei biologi

"In linea con quanto mi aspettavo, in questa riunione:

- 1) La **Bce** ha mantenuto invariato il suo programma pandemico di acquisto **Pepp** e il tasso sui depositi a -0,5%;
- 2) **Christine Lagarde** ha sottolineato che la Bce valuterà attentamente le informazioni in arrivo, inclusi gli sviluppi del **tasso di cambio**, con riguardo alle sue implicazioni per le prospettive di inflazione a medio termine, specificando che non punta ad uno specifico tasso di cambio;
- 3) Si è comprato più tempo in attesa dei dati autunnali aprendo alla possibilità di un utilizzo in pieno del Pepp. Testualmente Lagarde ha detto 'certamente nelle circostanze attuali, è molto probabile che verrà utilizzata l'intera dotazione di Pepp'.

Segnalo l'interessante intervento di **Philip Lane**, avvenuto il giorno successivo alla riunione della Bce, che ritengo aggiunga spunti utili ai ragionamenti legati allo sviluppo della politica monetaria di breve della Bce.

Il capo economista ha ribadito che 'l'euro più forte deprime l'**outlook sull'inflazione**' e che 'non c'è spazio per alcuna compiacenza nei confronti dell'inflazione'.

Alla luce di tutto ciò, confermo nuovamente che per **nuovi interventi di politica monetaria** dovremo attendere l'ultimo trimestre dell'anno, con una probabilità maggiore a favore della riunione di dicembre”.