

## Bnp Paribas Ip: la BCE prova la terapia shock

**Per il senior economist Reinhold Knaus "il possibile contributo della BCE alla crescita reale attraverso queste nuove misure pare limitato".**



**UNA MOSSA ANNUNCIATA** - "Nella conferenza stampa successiva alla riunione di gennaio del Consiglio direttivo, la **BCE** aveva annunciato nuovi interventi a breve. Tuttavia, i vertici della banca centrale si erano mantenuti sul vago (deliberatamente) sui possibili strumenti da utilizzare e i membri del Consiglio avevano tentato di non suscitare attese eccessive nelle ultime settimane", nota **Reinhold Knaus**, economista senior del team Multi Asset Solutions di **BNP Paribas Ip**. " Allo stesso tempo, si era acceso un vivace dibattito tra gli operatori di mercato sulla presunta (in)efficacia delle politiche monetarie in generale e sulle eventuali difficoltà che i tassi negativi sui depositi avrebbero potuto arrecare alla capacità delle banche di erogare credito. Nei giorni precedenti alla riunione di marzo del Consiglio direttivo, si sono moltiplicate le pubblicazioni di ricerche da parte di broker che alimentavano le attese di interventi di ampia portata da parte della BCE. In questo contesto, anticipare la risposta dei mercati è diventato più difficile per la banca centrale, che ha optato per una serie di misure:

- il tasso di interesse sulle operazioni di rifinanziamento principali è stato ridotto di 5 punti base, allo 0%, mentre il tasso di interesse sui depositi è stato ridotto di 10 punti base al - 0,4%;
- il volume acquisti mensili è stato ampliato di 20 miliardi di euro e viene portato a 80 miliardi di euro almeno sino a marzo del 2017;
- nell'elenco delle attività ammissibili per gli acquisti regolari sono state incluse le obbligazioni societarie investment-grade denominate in euro;
- a partire da giugno viene introdotta una nuova serie di operazioni mirate di rifinanziamento a più lungo termine (OMRLT) con scadenza quadriennale.

A nostro avviso, l'ampliamento degli acquisti e l'inclusione tra gli attivi ammissibili delle obbligazioni societarie rappresentano un tentativo da parte della BCE di provocare una **sorpresa positiva** sui mercati e di evitare nuove delusioni. Tuttavia dopo una reazione euforica iniziale, con l'euro che ha perso circa 1,5 centesimi nei confronti del dollaro (USD), i rendimenti del Bund decennale in calo di 6 punti base, allo 0,16%, e l'indice azionario EuroSTOXX in rialzo di circa il 3%, i rendimenti decennali e la moneta unica sono tornati a salire su livelli persino superiori a quelli antecedenti all'annuncio della BCE e gli indici azionari hanno perso il terreno guadagnato", sottolinea Knaus.

**PROVVEDIMENTI PIU' INCISIVI** - "A nostro avviso, il possibile contributo della BCE alla crescita reale attraverso queste nuove misure pare limitato. Gli effetti più rilevanti riguarderanno soprattutto la **salvaguardia della crescita economica** in un periodo caratterizzato da forti incertezze nel breve termine, grazie al miglioramento delle condizioni finanziarie ottenuto attraverso gli acquisti di obbligazioni societarie. Inoltre, in una prospettiva di medio termine, le operazioni mirate di rifinanziamento a scadenza quadriennale (OMRLT) e l'ampliamento del programma di allentamento quantitativo dovrebbero mantenere i rendimenti bassi per un periodo più lungo, aiutando la banca centrale a contrastare l'insorgere di attese di deflazione nel lungo periodo. In quest'ultima riunione del Consiglio direttivo, la **BCE** ha annunciato provvedimenti sostanzialmente più incisivi rispetto a dicembre, ma i vertici di Francoforte non possono essere certo soddisfatti dell'impatto delle sue decisioni in termini di risposta dei mercati sia adesso che nella precedente occasione, E ciò potrebbe rappresentare una dura lezione per la banca centrale",

aggiunge Knaus.

**IN PROSPETTIVA** - "A nostro avviso, il dibattito all'interno del Consiglio direttivo della BCE sulla necessità di un ulteriore allentamento delle condizioni monetarie non si placherà. Uno dei messaggi più importanti lanciati dal Consiglio dopo quest'ultima riunione, è che la BCE è convinta di avere altre armi a disposizione, ma pare intenzionata mettere in secondo piano le misure tradizionali sui tassi d'interesse dando priorità agli **strumenti non convenzionali** di politica monetaria. Tale tendenza potrebbe spiegare in parte la delusione sui mercati obbligazionari. La BCE pare essere stata messa all'angolo dalla sua stessa retorica – analogamente ad altre banche centrali – dando l'impressione che le misure di politica monetaria sarebbero state in grado di generare crescita e inflazione nel breve periodo. Nel momento in cui stanno sorgendo sempre più dubbi sull'efficacia del suo approccio, riteniamo che vi sia il rischio che le nuove misure possano essere considerate fini a sé stesse, e possano divenire controproducenti", spiega Knaus. "La BCE ha mostrato come le deviazioni dall'andamento programmato dell'inflazione l'hanno obbligata ad adottare provvedimenti di ampia portata, anche se tali scostamenti paiono riconducibili principalmente al prezzo del petrolio. Il mancato raggiungimento dell'obiettivo di inflazione e le sue potenziali ripercussioni sulle attese di inflazione rappresentano una delle preoccupazioni principali per la BCE. In quest'ottica le **prime proiezioni della BCE** in materia d'inflazione per il **2018** sono particolarmente importanti: ebbene gli esperti della banca centrale la collocano solamente all'1,6%. A nostro avviso, la BCE incontrerà delle difficoltà a rispettare gli obiettivi d'inflazione dopo il 2018 a causa dell'enorme output gap e di una crescita del costo del lavoro per unità di prodotto che continua ad oscillare attorno all'1%. Quest'ultimo dato rappresenta un fattore importante per determinare l'inflazione core, che al momento è molto lontana dall'obiettivo. A nostro avviso, la BCE prevede di intervenire nuovamente, ma dopo le ultime misure tendiamo ad escludere nuovi provvedimenti prima del secondo semestre di quest'anno. L'idea che la BCE abbia fatto tutto il possibile potrebbe rivelarsi prematura, e riteniamo invece che eventuali nuove misure dipenderanno dagli andamenti economici registrati. Nel corso di quest'anno, le pressioni sulla banca centrale per spingere verso nuove misure potrebbero allentarsi qualora il prezzo del greggio salisse oltre la soglia dei 50 dollari al barile, la crescita nell'eurozona accelerasse e l'euro si indebolisse".

**STIME PRUDENTI PER GLI ATTIVI EUROPEI** - "Come abbiamo segnalato, la reazione positiva dei mercati obbligazionari è stata di breve durata, poiché gli operatori hanno ritenuto che ormai in una prospettiva di breve periodo non vi fosse più molto da attendersi da parte della BCE. In effetti, qualora i paesi avanzati mostrassero dei segnali di crescita ragionevolmente positivi ed al contempo si riaccendessero le attese di un nuovo inasprimento dei tassi da parte della **Federal Reserve** nel corso dell'anno, la vulnerabilità dei mercati potrebbe aumentare ancora. Il prolungato acquisto di attivi da parte della BCE potrebbe determinare un'offerta insufficiente di titoli di Stato nell'area dell'euro. Questa situazione sommata a tassi sul mercato monetario ancor più negativi e ancorati per un periodo più lungo, dovrebbe evitare un rialzo brusco e prolungato dei rendimenti obbligazionari. Nondimeno, come nel 2015, un contesto caratterizzato da tassi modesti non comporta automaticamente una ridotta volatilità dei mercati, e gli acquisti della BCE **non rappresentano una garanzia** di rendimenti positivi sul mercato obbligazionario", nota Knaus. "Per quanto riguarda le azioni europee, dopo l'annuncio della BCE preferiamo adottare un orientamento difensivo. È probabile che il clima di mercato venga stimolato positivamente dall'ampliamento del programma di allentamento quantitativo della BCE, e tale sviluppo potrebbe contribuire a dissolvere le previsioni estremamente pessimistiche degli analisti sull'economia globale. Tuttavia, oltre a ciò, non vi sono molti altri fattori in grado di risollevare i mercati. Nel complesso, la tendenza degli utili societari a livello globale pare meno favorevole rispetto a un paio di mesi fa. Inoltre, in Europa, la situazione politica internazionale presenta delle problematiche che paiono destinate a penalizzare le azioni nei prossimi mesi, e alludiamo in particolare al referendum sulla permanenza nell'UE che si terrà in Gran Bretagna, alla possibilità che la Spagna riesca a dotarsi di un governo stabile ed alla crisi dei migranti. Nel medio periodo questi problemi potrebbero accentuare la debolezza dell'euro, ma riteniamo che le fluttuazioni della moneta unica rimarranno legate soprattutto alle politiche della **Federal Reserve**, dato che il dollaro potrebbe rafforzarsi ancora nel momento in cui la banca centrale USA dovesse riprendere il lento percorso d'inasprimento monetario verso la fine di quest'anno".