Oggi, 7 novembre 2013, la BCE ha deciso di tagliare i tassi di riferimento di 25 bp, ossia li ha portati allo 0,25%.

Questa decisione ha colto abbastanza di **sorpresa** il mercato, non era nelle stime/previsioni: sembra che solo 3 economisti su 70 intervistati da Bloomberg vedessero questa possibilità nel meeting di oggi della BCE.

Il motivo principale x cui Draghi e la BCE hanno deciso questo taglio è **dovuto alla discesa dell'inflazione**.

Ricordiamo che nel mandato della BCE c'è il mantenimento di target di inflazione vicini o poco inferiori al 2%.

Il 31 ottobre è stato pubblicato un dato relativo all'**Indice dei Prezzi al Consumo armonizzato** (HICP) pari allo 0,7%, contro attese di 1.1% e dato del mese precedente all'1,1%. La debolezza dei prezzi al consumo è stata causata da prezzi degli alimentari, dell'energia e di alcuni servizi interiori alle attese. Vedere grafico sotto, in cui sono riportate le attese, in verde, ed i datti effettivi, in rosso.



Questo dato è stato più volte enfatizzato da Draghi e, insieme ad un ambiente di crescita ancora debole, in fase inziale e a livelli certo non alti, ha mosso la BCE a tagliare i tassi.

Nel grafico sotto riportiamo anche **l'andamento dei prezzi** non al consumo, ma bensì **alla produzione**, legati all'output, il **PPI**. Anche questo dato, a volte ritenuto anticipatore dell'andamento dei prezzi al consumo, è in forte diminuzione e ormai in territorio negativo, pari al -0,9% all'anno. La BCE non ha fatto alcun rifermento a tale indicatore, ma personalmente il suo trend non mi sembra confortante…



Oltre che alla crescita del GDP, la BCE ha fatto riferimento alla salita del **tasso di disoccupazione** nella zona Euro, pari ormai al 12,2%, ai massimi storici, come si può vedere dal grafico. Inoltre, la disoccupazione giovanile (minori di 25 anni) è salita oltre al 24%, anche questo un dato molto negativo.

La FED americana ha dichiarato apertamente che il tasso di disoccupazione è uno degli indicatori attualmente fondamentale per le decisioni di politica monetaria. La BCE no, non è fra i suoi 2 target, ma è comunque un argomento frequentemente riportato nei comunicati stampa della BCE.



Una delle frasi più importanti pronunciate da Draghi oggi è: “we may experience a prolonged period of low inflation, to be followed by a gradual upward movement towards inflation rates below, but close to, 2% later on. Accordingly, our monetary policy stance will remain accommodative for as long as necessary”.

Un anno fa gli Stategist e gli Economisti erano divisi fra chi vedeva rischi di livelli di inflazione molto alti negli anni futuri, e chi invece vedeva possibilità di inflazione troppo bassa. Man mano, anche a causa di una crescita meno brillante del previsto per molti Mercati Emergenti, sembra si stia andando verso uno scenario di inflazione bassa nei paesi sviluppati, con rischi per alcune aree, come la zona euro, di inflazione anche troppo bassa o negativa.

Alcuni mesi fa l’attenzione degli operatori si era focalizzata su un possibile “tapering” da parte della FED, ossia un minore acquisto di Treasury sul mercato, prima ancora che un possibile, se pur lontano, aumento dei tassi sui Fed Funds. Questi discorsi avevano fatto salire in poche settimane il tasso sul 10 anni americano dall’1,7% al 3% (vedi grafico sotto). Ad oggi sembra che le possibilità che un “tapering” avvenga veramente siano basse e molto più in là nel tempo di quando si pensava alcune settimane fa.



Oggi Draghi ci ha inoltre detto che il settore delle Banche è di fondamentale importanza e che cercherà di promuoverne la stabilità e la trasparenza (misure quali la fotografia delle situazione delle banche che sarà fornita con l’ AQR - asset quality review - e poi il successivo stress test vanno nella direzione di un aumento della trasparenza, non per forza di un de-leveraging del settore bancario, ormai in buona parte già avvenuto).

Non è facile capire quale impatto possa avere tutto questo sull'andamento delle Borse: da una parte, molto spesso in passato un taglio dei tassi da parte delle Banche Centrali è stato visto favorevolmente x l'Equity, in quanto stimola l'economia, aiuta le imprese, migliora la valutazioni nei modelli; dall'altra parte però, nel quadro odierno, con un'economia debole, un ambiente di inflazione molto, troppo bassa, che può fare emergere timori di peggioramento verso una situazione di stagflazione in futuro, può essere giudicato come un ambiente non favorevole x le borse e le imprese… La volatilità che si è vista nella giornata odierna sulle borse europee ci fa capire come queste "novità" non siano di facile interpretazione neanche dagli operatori del mercato…

Vero è che, se tanto la situazione è questa, allora il fatto che almeno che la Banca Centrale tagli i tassi, cercando di aiutare l'economia, può essere letto come positivo… e quindi a breve le borse potrebbero consolidare la salita.., però il quadro macro europeo che ne esce è di quello di una maggiore debolezza, che potrebbe far diventare più cauti alcuni operatori, specialmente dopo le buone riprese dei corsi azionari delle ultime settimane…

Per quanto riguarda asset class che "difendono dal rischio inflazione", tipo l'**oro**, è possibile che nei prossimi mesi possano avere meno "appeal" di quanto si pensasse 1 anno fa…

Il messaggio fondamentale, e in parte diverso dal passato, che ci ha comunicato oggi Draghi è che in Europa i tassi di riferimento della BCE NON aumenteranno per un periodo di tempo abbastanza lungo.

Difficile pertanto assistere ad aumenti dei tassi sulla parte a breve della curva.

Dato che le stime di crescita del PIL della zona euro sono moderate, è difficile anche pensare che ci sia un aumento significativo dei tassi sul tratto medio e lungo della curva, a meno che questo non sia motivato, invece, da questioni parzialmente contrarie e non auspicabili, ossia da una percezione di Rischio in peggioramento.

Riportiamo sotto i grafici di rendimento dei titoli governativi a 10 anni della zona euro e del BTP italiano





Personalmente, ritengo che un messaggio importante da trasmettere ai Clienti e ai risparmiatori quando ci chiedono di investire in obbligazioni che abbiamo rendimenti alti, è di ricordare loro la **differenza fra tassi nominali e tassi reali** (ossia a cui si è sottratta la componente legata all'inflazione). Se l'inflazione è in discesa (almeno quella "scritta negli indici statistici", non quella percepita nella vita di tutti i giorni…) a parità di tassi reali, quelli nominali devono per forza scendere…

Occorre quindi far capire ai clienti che l'ambiente dei tassi, sia governativi che Corporate, oggi è diverso da 1 o 2 o 10 anni fa..

Anna Gamba, CFA

Responsabile Ufficio Studi First Solution

7 novembre 2013