

PORTAFOGLI ALL'INSEGNA DELLA DIVERGENZA

di Gloria Valdonio

I CICLI DI RIDUZIONE DEI TASSI ASINCRONI DELLA FED E DELLA BCE DOVREBBERO SPINGERE L'EURO AL RIBASSO SUL DOLLARO E FAVORIRE LE AZIENDE EUROPEE DEDITE ALL'EXPORT. MA POTREBBERO ANCHE AUMENTARE LE PROSPETTIVE DI INFLAZIONE NELL'AREA EURO TRAMITE LA COMPONENTE ENERGETICA

Da mesi non c'è riunione della **Federal Reserve** che non venga anticipata da grande euforia e che poi si concluda con la delusione del "taglio mancato". E anche il primo maggio, per la sesta volta consecutiva, la Fed ha lasciato i tassi invariati, e ai massimi da 23 anni, lasciando il costo del denaro fermo tra il 5,25% e il 5,5%. La **Bce** al contrario si avvia a giugno verso un primo taglio dei tassi, che sono oggi a un livello record del 4,5% con forti impatti su consumatori, imprese, inflazione e crescita economica. Il percorso successivo, però, è "molto più incerto". «Sulla base dei dati attuali, un taglio dei tassi a luglio non sembra giustificato», ha recentemente detto **Isabel Schnabel**, membro del comitato esecutivo della Bce. «Ciò è dovuto a una situazione di forte incertezza, che si è riflessa anche nelle aspettative del mercato», ha spiegato la Schnabel nel corso di un'intervista. «Tale situazione ha spinto la Bce a passare dai sei tagli previsti all'inizio dell'anno ai circa tre tagli attuali». È a causa di questa incertezza, che è troppo presto per delineare un particolare percorso dei tassi. Ma è invece il momento giusto per domandarsi se la divergenza tra la Fed e la Bce possa offrire qualche opportunità di rendimento.

DIVERGENZA

La Bce potrà sicuramente muoversi per prima, ma questa divergenza verrà sentita. Ridurre i tassi in maniera non sincronica rischia infatti di indebolire il tasso

Nella foto Luca Vallarino, responsabile trading desk e membro del Comitato Investimenti di Impact Sgr



di cambio euro/dollaro, che del resto si è già mosso nelle ultime settimane. Il punto principale di un euro più debole è che, se da un lato potrebbe giovare all'attrattività delle aziende europee e quindi favorire la crescita economica, dall'altro lato potrebbe scatenare il ritorno di un'inflazione importata, causata soprattutto dall'incremento del prezzo delle materie prime, le quali vengono negoziate quasi tutte in dollari. Le ragioni per operare il primo taglio in ogni caso ci sono tutte. La situazione macroeconomica in Europa appare decisamente più debole e la dinamica disinflattiva procede in modo più franco. «Questa mossa della Bce, in anticipo rispetto alla Fed è qualcosa che storicamente si è verificato in rare occasioni e che è facile pensare possa avere delle ripercussioni sul cambio euro/dollaro», conferma **Luca Vallarino**, responsabile trading desk e membro del Comitato Investimenti di **Impact Sgr**. In generale, secondo lo strategist, gli asset europei potrebbero essere maggiormente sostenuti dall'azione monetaria accomodante e quindi diventare premianti. Sarà tuttavia importante verificare i messaggi che la Fed veicolerà al mercato. «Già solo la rassicurazione di Powell di ritenere improbabile un ulteriore inasprimento dei Fed Funds ha provocato un reversal della tendenza dell'ultimo mese che vedeva rendimenti obbligazionari e dollaro in rialzo e growth stock sottoperformare rispetto allo stile value», spiega Vallarino. «Se i cicli di riduzione dei tassi dovessero divergere tra gli Stati Uniti e l'Eurozona, ciò dovrebbe spingere l'euro al ribasso rispetto al dollaro e favorire le aziende europee dedite all'export. Potrebbe anche aumentare potenzialmente le prospettive di inflazione nell'Eurozona tramite la componente energetica», è il commento di **Francois Rimeu**, senior strategist di **La Francaise**.

IL CROSS

Da più parti ci si domanda quindi se l'inerzia della Fed non nasconda l'intenzione



Da sinistra a destra Francois Rimeau, senior strategist di La Francaise e Tiffany Wilding, north american economist di Pimco. Nella foto in basso Michael Walsh, solutions strategist di T. Rowe Price

ne di sostenere il dollaro. Quest'ultimo, come spiega Vallarino, tende ad apprezzarsi con una politica monetaria restrittiva e una parallela espansione fiscale. Da inizio anno il dollar index ha compiuto un movimento rialzista coerente con il repricing delle aspettative sulla traiettoria futura dei tassi d'interesse. Il controllo del cambio non è un obiettivo dichiarato per la Banca centrale, mentre un dollaro troppo forte potrebbe essere un problema per il governo: nella scorsa amministrazione repubblicana, **Donald Trump** si è più volte lamentato del dollaro troppo forte e del differenziale dei tassi tra gli Stati Uniti e l'Eurozona. Secondo Rimeu in ogni caso l'obiettivo non sembra essere quello di sostenere il dollaro. Dall'inizio dell'anno, i dati sull'inflazione statunitense hanno sorpreso al rialzo, mettendo in discussione la disinflazione registrata alla fine del 2023. «Le sorprese sull'inflazione hanno indotto i mercati e i membri della Fed a rivedere le prospettive e lo scenario di politica monetaria. La tenuta dell'economia statunitense spiega anche questa inversione di tendenza», dice Rimeu.

L'ELECTION DAY

E allora, la cautela dell'istituto centrale c'entra in qualche modo la scadenza elettorale americana? Come spiega Vallarino, la Fed ha più volte ribadito e rivendicato la propria indipendenza rispetto all'autorità fiscale; tuttavia, è facile intuire che in un anno elettorale con una competizione così serrata e divisiva, ci sia la volontà di scongiurare l'arrivo di una fase di recessione. «Anche per questo il Fomc conserva un approccio maggiormente dovish e, mentre da un lato esclude futuri rialzi dei

tassi, dall'altro si dice pronto a procedere a ridurre il costo del denaro non appena il mercato del lavoro mostrerà primi segnali di allentamento, anche senza che l'inflazione sia già effettivamente scesa entro il target», afferma lo strategist.

LE SCADENZE

In questo scenario l'attenzione cade sui bond: «A fronte dell'incertezza, l'obbligazionario offre interessanti rendimenti sia nominali che al netto dell'inflazione, oltre al potenziale di validi risultati in una varietà di contesti economici», affermano **Tiffany Wilding**, north american economist, e **Andrew Balls**, cio global fixed income di **Pimco**. Che aggiungono: «Viste le attuali curve dei rendimenti piatte, crediamo che le scadenze intermedie rappresentino il posizionamento ottimale tra il monetario, i cui rendimenti sono fugaci e scenderanno quando le Banche centrali cominceranno ad abbassare i tassi, e l'obbligazionario a lunga scadenza, che potrebbe trovarsi sotto pressione con l'aumento dell'offerta di titoli per finanziare il crescente debito pubblico». Alla luce dei rischi meno pronunciati sul versante dell'inflazione e più marcati in termini di recessione nel resto dei mercati sviluppati, i due strategist, ritengono particolarmente interessante l'obbligazionario extra States. «Apprezziamo in particolare i mercati del Regno Unito, dell'Australia e del Canada».

L'HIGH YIELD

Alla domanda: meglio Europa o America? risponde **Michael Walsh**, solutions strategist di **T. Rowe Price**, che consiglia di sottopesare i titoli di Stato in euro, che

rimangono sotto pressione a causa del riprezzamento delle aspettative sulla politica monetaria. «Il mercato del lavoro è ancora rigido e potrebbe frenare il calo dell'inflazione», spiega Walsh. «Siamo quindi più positivi sulle obbligazioni societarie investment grade in quanto offrono un buon valore nel breve termine, sebbene gli spread si siano notevolmente ridotti». Lo strategist afferma anche di essere sovrappesato sulle obbligazioni high yield e sul debito dei Mercati Emergenti, in quanto i livelli di rendimento assoluto continuano a essere favorevoli. Per quanto riguarda gli high yield in particolare, «I tassi di default sono bassi rispetto agli standard storici di lungo periodo e, dato che le nostre prospettive economiche restano positive, prevediamo che ciò continui nei prossimi mesi». «Anche la duration più breve delle obbligazioni high yield è relativamente interessante, dato che gli investitori stanno rivalutando le prospettive per i tassi di interesse e i rendimenti dei titoli di Stato di riferimento», aggiunge Walsh. In ogni caso, secondo Wilding e Balls, il contesto attuale evidenzia l'importanza della diversificazione su scala globale, di un approccio prudente per mitigare i rischi e della gestione attiva per costruire portafogli resilienti. «Ci aspettiamo il ritorno della tradizionale correlazione inversa tra azionario e obbligazionario, con potenziale apprezzamento di quest'ultimo qualora il rischio di recessione torni ad aumentare», concludono i due strategist.

