

FINANZA

La settimana finanziaria

di **Direzione Gestioni Mobiliari e Advisory - Banca Esperia S.p.A.**



IL PUNTO DELLA SETTIMANA: la normalizzazione del bilancio della FED

- **Il processo di normalizzazione del bilancio della Fed dovrà essere comunicato preventivamente in modo esplicito specificando i tempi di attuazione, il meccanismo e l'obiettivo stimato per il bilancio nel medio termine.**
- **Attualmente, l'incertezza sulla previsione del livello obiettivo del bilancio è piuttosto ampia, come incerta è anche la quantificazione dell'effetto sul *term premium* della struttura a termine statunitense, ma non la sua direzione.**

Dopo la crisi finanziaria del 2008, il bilancio della Federal Reserve (Fed) è aumentato drasticamente, passando dal 3% del PIL alla fine del 2008 a quasi il 25% del PIL sei anni dopo e riducendosi solo marginalmente nell'ottobre del 2014 quando la Fed ha smesso di comprare titoli di stato. Oggi è oltre i 4.500 miliardi di dollari (pari a circa il 24% del PIL). **Quest'anno la Fed ha indicato**, in più occasioni, **di voler procedere ad un'ulteriore normalizzazione della politica monetaria**, iniziando a ridurre i reinvestimenti entro fine 2017 e riducendo conseguentemente, la dimensione del proprio bilancio. Lo *statement* del meeting di maggio, pubblicato in settimana, non ha rivelato ulteriori dettagli, ma riteniamo che i verbali daranno maggiori dettagli sulle sue modalità di attuazione.

Una comunicazione trasparente e completa della strategia di riduzione dello stato patrimoniale, che specifichi **il meccanismo di riduzione degli acquisti, i tempi di attuazione delle modifiche e l'obiettivo stimato per il bilancio nel medio termine è fondamentale per controllare l'impatto della politica stessa e evitare un secondo *taper tantrum***: Nel 2013 una scorretta strategia di comunicazione portò il mercato dei Treasury fuori controllo e il rendimento del decennale al 3%.

Attualmente **l'incertezza attorno alla previsione del livello obiettivo del bilancio è piuttosto ampia**: le simulazioni, condotte a inizio anno dallo staff del *Board of Governors* indicano un intervallo compreso fra 2.3 e 2.8 miliardi di dollari, mentre le proiezioni annuali della Fed di NY, pubblicate a inizio aprile, suggeriscono un livello di circa 2.2 miliardi di dollari entro metà 2022; altri commenti di partecipanti al FOMC puntano a un livello di equilibrio intorno ai 2 miliardi di dollari. Lato mercato, il consenso delle principali banche di investimento, basato

sulle ipotesi di un tasso di crescita del PIL potenziale di lungo termine del 3.5% (l'1.5% del PIL reale e l'inflazione del 2%) suggerisce che le attività della Fed complessivamente diminuiranno gradualmente dall'attuale 24% al 10% del PIL nominale entro il 2029, restando comunque ad un livello superiore di un 5-7% rispetto al livello prima della crisi finanziaria.

Sulle modalità, gli interventi degli esponenti del FOMC indicano che dovrebbe prevalere un approccio di graduale diminuzione da parte della Fed dei reinvestimenti di quanto generato dai bond in portafoglio.

Ridurre il bilancio della banca centrale è un altro modo per inasprire le condizioni finanziarie: uno studio della Fed di Atlanta^[1] mostra che **portare il bilancio della FED al 24% del PIL equivale a tagliare il tasso di riferimento sui Fed fund rate a -3%**. Un secondo punto riferimento è stato dato recentemente dal presidente Dudley della Fed di New York, che ha dichiarato che 500 miliardi di dollari di acquisti forniscono uno stimolo paragonabile ad una riduzione del tasso sui Fed Funds tra i 50 e i 75 punti base. **Quindi una diminuzione (aumento) pari a 10-15 punti base del Fed Fund rate sarebbe equivalente a circa 100 miliardi di dollari di titoli acquistati (venduti) dalla Fed.** All'effetto diretto va poi aggiunto un effetto indiretto dovuto alla crescita dell'economia statunitense: all'espandersi del PIL nominale, il peso del bilancio della Fed si riduce rispetto all'attività economica.

LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: la pubblicazione della stima preliminare del PIL dell'Area Euro T1 2017 indica un consolidamento della crescita

La stima preliminare del PIL per il T1 2017 rimane stabile rispetto al valore di fine 2016, con una crescita di 0.5% t/t e una revisione al rialzo di un decimo del dato su T4 2016. La stima definitiva degli indici PMI di aprile confermano l'accelerazione in T2 2017 e supera le aspettative della stima preliminare sia per l'indice dei servizi (56.4) sia per l'indice composito (56.8) L'inflazione alla produzione si confermano in decelerazione a marzo: l'indice PPI dell'Area euro in marzo si è attestato a -0.3% m/m, (al di sotto delle attese -0.1%) e in netta decelerazione a +3.9% a/a, contro il precedente +4.5% a/a. Misto il dato delle vendite al dettaglio, che sono cresciute di 0.3% m/m a marzo, dopo lo 0,5% m/m di febbraio. Il dato lascia le vendite di beni, al netto delle auto, in crescita di 0.3% t/t nel T1, in rallentamento rispetto a fine 2016.

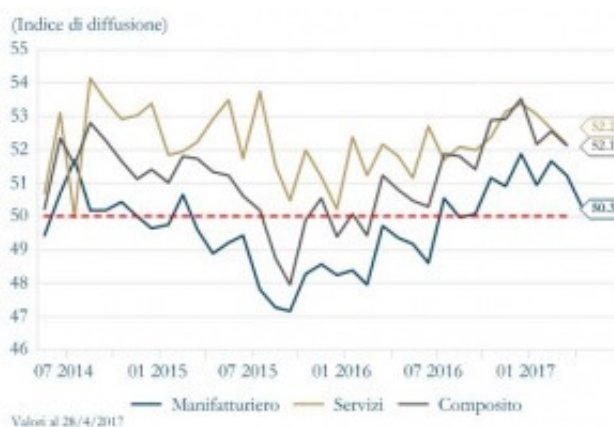


Stati Uniti: nessuna sorpresa dallo statement del meeting della Fed

Come ampiamente atteso, **a maggio il FOMC ha mantenuto il costo del denaro invariato**. Lo *statement* ha riconosciuto il rallentamento della crescita economica nel T1 2017, ritenendolo però transitorio e non ha modificato la descrizione del bilancio dei rischi, che permane equilibrata. I rialzi previsti dal FOMC per il resto dell'anno al momento rimangono due, vincolati all'ammontare e all'impatto delle misure economiche e fiscali dell'amministrazione Trump. **I dati macroeconomici indicano un fisiologico rallentamento della crescita nel paese**: in aprile l'indice ISM manifatturiero ha evidenziato un rallentamento (54.8), ritracciando dai livelli estremamente alti di inizio anno (57.2 a marzo), sulla scia di un'ampia correzione degli ordini (a 57.5 da 64.5) e dell'occupazione (a 52 da 58.9). A sua volta, l'indice dei prezzi al consumo PCE al netto della componente relativa a alimentari ed energia è sceso di 0.1% m/m in marzo, registrando la prima contrazione da settembre 2001. Nei dodici mesi l'indice PCE *core* è cresciuto di 1.6%, al ritmo più basso da luglio, dopo la crescita di 1.8% a/a registrata in febbraio. **Positiva invece la sorpresa contenuta nell'indice ISM dei servizi** che in aprile si attesta a 57.5 al di sopra delle attese. Ad aprile **il report sul mercato del lavoro mostra un solido miglioramento e conferma un mercato vicino alla piena occupazione**. Il dato di aprile si attesta al di sopra delle attese degli analisti: le assunzioni nel settore non agricolo in aprile sono state 211000. Resta debole la dinamica salariale, con un tasso di crescita che scende a 2.5% a/a dal precedente 2.7%.

Asia: ad aprile rallenta il PMI in Cina

Dopo un primo trimestre migliore del previsto, **l'economia cinese ha mostrato segnali di assestamento in aprile**, secondo gli indici PMI. L'indice sull'attività del manifatturiero, elaborato da Markit/Caixin, ha frenato a 50,3 da 51,2 di marzo, attestandosi al di sotto delle aspettative. I numeri ricalcano l'andamento evidenziato dal PMI manifatturiero ufficiale, diffuso domenica scorsa, che include i colossi industriali, e che ha segnato un rallentamento a 51.2 da 51.8 di marzo. In frenata, secondo le indagini ufficiali, anche il settore servizi, che ormai rappresenta oltre la metà dell'economia cinese: l'indice si è attestato a 54.0 da 55.0 di marzo.



PERFORMANCE DEI MERCATI



*La soluzione ai tuoi casi,
sempre a portata di mano.*

Adempimenti, fonti e aggiornamento quotidiano a tre clic da te.



[richiedi la prova gratuita per 30 giorni >](#)