

## FINANZA

### ***La settimana finanziaria***

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



#### **IL PUNTO DELLA SETTIMANA: mercati in attesa di dettagli sull'*exit strategy* dalla BCE**

- **L'8 giugno la BCE aggiornerà la descrizione dei rischi inerente le prospettive di crescita dell'Area Euro e potrebbe modificare la *forward guidance* eliminando il riferimento alla possibilità di ulteriori stimoli monetari.**
- **Nel processo di uscita da una politica monetaria estremamente espansiva, la *forward guidance* sarà utilizzata per controllare in particolare i movimenti dei titoli di stato e del tasso di cambio.**

L'attenzione degli operatori è concentrata sulla riunione della BCE di giugno, in cui il Consiglio Direttivo riesaminerà la propria opinione sulle prospettive economiche e, sulla base delle nuove previsioni di crescita ed inflazione, aggiornerà la descrizione dei rischi inerenti le prospettive di crescita. **Non è da escludersi una modifica della *forward guidance* con l'eliminazione del riferimento alla possibilità di ulteriori stimoli aggiuntivi.** Il nostro scenario centrale ipotizza che **in autunno verrà annunciato un'ulteriore riduzione nel ritmo di acquisto di titoli** che comunque continueranno per tutto il 2018, **mentre un aumento dei tassi di interesse avverrà solo una volta terminato definitivamente il programma di acquisti, quindi non prima del 2019.** Nell'implementazione di questa strategia, **la stabilizzazione dello scenario macroeconomico**, ed in particolare dell'inflazione vicina ma al di sotto del 2%, **sarà ricercata nel contemporamento di altri due obiettivi: assicurare la funzionalità del mercato obbligazionario dei paesi core e sostenere la politica fiscale in quelli periferici.**

In questo contesto, i mercati si interrogano su quale sarà l'effetto sul livello dei rendimenti dei titoli di stato dei paesi *core* e dei paesi periferici. La riduzione degli acquisti impatterà il livello dei tassi di interesse come risultato di tre effetti: effetto stock, effetto annuncio ed effetto flusso. **L'effetto stock, legato alla dimensione del bilancio della BCE, non verrà meno con l'inizio della riduzione degli acquisti**, in quanto la BCE continuerà a reinvestire i titoli che progressivamente giungeranno a scadenza, in altre parole il bilancio della BCE non si ridurrà ma smetterà di crescere, **continuando ad esercitare un effetto depressivo sul term-premium.** Viceversa **l'effetto flusso** (difficile da quantificare empiricamente) **diminuirà progressivamente, rendendo i rendimenti dei titoli di stato maggiormente influenzati dalle variabili macroeconomiche.** **L'effetto annuncio**, agendo sulle aspettative, **avrà il maggior impatto sui**

**rendimenti:** se gli operatori di mercato dovessero percepire la riduzione degli acquisti netti come l'inizio di una normalizzazione del bilancio, allora l'effetto sui rendimenti sarebbe più forte perché interpretato come un'inversione dell'effetto stock. Allo stesso modo, la fine del QE potrebbe essere considerata come la strada per aumentare i tassi di riferimento e questo potrebbe ingenerare una reazione similare a quanto avvenuto negli Stati Uniti nel 2013. **Sarà, quindi, cruciale la formulazione della *forward guidance*,** in modo da guidare correntemente le aspettative degli operatori sia sui rendimenti dei titoli governativi dei paesi *core* e periferici sia sul tasso di cambio. In questi anni, è stata proprio l'introduzione della *forward guidance* a ridurre la correlazione tra la struttura a termine dei rendimenti tedesca quella statunitense, creando un effetto di *decoupling*. Ci aspettiamo, ora, che la BCE controbilanci l'effetto «annuncio» sottolineando che il suo portafoglio di obbligazioni sarà reinvestito per un periodo di tempo indefinito e, quindi, che la BCE continuerà a essere presente sul mercato secondario anche quando i nuovi acquisti scenderanno a zero. Più ambiguo sarà invece l'effetto sui rendimenti dei paesi periferici, perché in questo caso giocherà un ruolo importante la percezione del rischio politico del singolo paese e della stabilità complessiva dell'Area Euro.

Alla luce di queste considerazioni riteniamo che **i titoli di stato dei paesi "core" continueranno a scambiare sotto i livelli garantiti dai loro fondamentali macro, influenzati dalle dimensioni del bilancio della BCE e agendo come un'ancora per l'intero complesso sovrano dell'Area Euro, mentre l'effetto sui titoli periferici sarà più ambiguo e dipenderà nuovamente dalla credibilità e dalla politica di comunicazione della BCE.**

## LA SETTIMANA TRASCORSA

### Europa: l'inflazione corregge al ribasso nel mese di maggio

La stima preliminare dell'inflazione *headline* di maggio ha rallentato a 1.4% a/a su un trend di moderata ripresa, dopo la fiammata di aprile (1.9% a/a), riconducibile ad effetti di calendario relativi alla pasqua, mentre **l'inflazione core è scesa allo 0.9% a/a** rispetto all'1.2% precedente, **tornando ad un livello raggiunto all'inizio dell'anno** e solo marginalmente superiore ai livelli del maggio 2016. La componente energetica continua a fornire il principale contributo all'inflazione, seguita da alimentari, alcol e tabacco. Questo dato conferma che **il rischio di deflazione è ormai scongiurato ma il target del 2% è ancora lontano**, fornendo così argomenti ai membri più cauti del consiglio direttivo della BCE, che hanno ripetutamente sottolineato come l'inflazione *core* resti moderata a fronte di una silente crescita dei salari.



**Positive le indicazioni provenienti dalla pubblicazione della stima del PIL italiano per T1 2017,**

che è cresciuto 0.4 % t/t, al di sopra del valore precedente (in T4 2016 era 0.3% t/t) e delle attese (0.2 t/t). Su base annua la lettura si posiziona a 1.2%, in T4 2016 era 1.1% a/a. Questo dato suggerisce che la crescita potrebbe essere superiore all' 1% nel corso del 2017. Rispetto a T4 2016 le variazioni più importanti sono la crescita sostenuta dei consumi finali nazionali: 0.5 t/t rispetto allo 0.2 t/t in T4 2016, guidati dai consumi privati cresciuti dello 0.5% rispetto a 0.1% di T4 2016 e un decrescita marcata degli investimenti fissi lordi -0.8% t/t rispetto al +1.2% dell'ultimo trimestre 2016, guidati dal rallentamento della componente macchinari (-2.2% t/t). Inoltre, le importazioni sono aumentate dell'1.6% t/t e le esportazioni dello 0,7% t/t (rispettivamente +2.3% t/t e +1.9% t/t in T4 2016). Nel dettaglio, la domanda nazionale al netto delle scorte ha contribuito per 0. 3% alla crescita. Anche la variazione delle scorte ha spinto il Pil (0,4 punti percentuali), mentre l'apporto della domanda estera netta è stato negativo per 0.2%. La stima si avvantaggia anche di un contributo derivante dalla destagionalizzazione perché per un effetto calendario il T1 2017 ha avuto due giorni lavorativi in più rispetto a T4 2017.

### **Stati Uniti: rallenta l'inflazione negli Stati Uniti**

**Il deflatore core**, indice preso a riferimento dalla Fed come target d'inflazione, **rallenta di un decimo percentuale in aprile e si attesta all'1.5%**. Contemporaneamente, la variazione del reddito personale centra le attese registrando una crescita di +0.4% m/m in aprile, contro la precedente variazione di +0.2% m/m. In linea con le attese anche i redditi personali, sempre in rialzo dello 0.4% m/m. E' sceso, invece, di diversi punti l'indice della fiducia dei consumatori rilasciato dal Conference Board, che si ferma a 117.9 dai precedenti 120.3. Sempre in aprile, calano meno delle stime gli ordini di beni durevoli: secondo la prima lettura, il ribasso dell'indicatore è infatti dello 0.7% a fronte del -1.5% atteso. Passando ai numeri del settore immobiliare, la vendita di case esistenti è diminuita, al contrario di quanto atteso dagli analisti: il dato è sceso dell'1.3% a 109.8 punti, mentre era atteso un rialzo dello 0.5%; si tratta del secondo calo mensile consecutivo. Infine, **il report Adp sull'occupazione nel settore privato** - in attesa dei *payroll* ufficiali di domani - **batte ampiamente le attese**, con 253 mila nuovi posti di lavoro rispetto ai 180 mila attesi. L'indice ISM manifatturiero si è attestato a maggio a 54.9, leggermente migliore delle attese (54.8) e del dato di aprile (54.8): il dato suggerisce una stabilizzazione dopo tre mesi di rallentamento.

### **Asia: PMI manifatturiero in rallentamento in Cina**

A maggio, l'indice PMI Manifatturiero in Cina è rimasto invariato a 51.2 rispetto al mese precedente, prossimo al minimo da 6 mesi, seppur al disopra della soglia di espansione (50). La scomposizione dei sotto-indici è risultata mista, con i maggior movimenti provenienti dalle scorte in prodotti finiti e dai prezzi degli input. La lettura Caixin è scivolata a 49.6 a maggio sotto la soglia di espansione. In termini di scomposizione la debolezza è diffusa: l'indice della produzione è scivolato a 50.2 (dal precedente 51) e i nuovi ordini a 50.3 (dal precedente 50.9). In Giappone la produzione industriale ad aprile è salita al 4.0% m/m dopo il calo dell'1,9% nel mese precedente. Il valore di aprile segna la crescita più veloce a partire da giugno 2011, quando l'attività produttiva è rimbalzata dalle interruzioni causate dal terremoto/tsunami nel

marzo di quell'anno. Sul fronte dei consumi il dato sulla spesa delle famiglie in aprile ha riportato una contrazione pari a 1.4% a/a contro attese di -0.9%. Viceversa, le vendite al dettaglio hanno sorpreso al rialzo con un incremento del 3.2% a/a contro attese per 2.3%, dopo il +2.1% 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 >](#)