

FINANZA

La settimana finanziaria

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



IL PUNTO DELLA SETTIMANA: l'appiattimento della curva dei rendimenti negli Stati Uniti

- Il differenziale di rendimento tra *Treasuries* a 10 anni (2.3%) e 2 anni (1.7%) è sceso sotto i 60 punti base dai 130 punti base di inizio anno
- Alla base c'è un basso premio per il rischio di inflazione, un modesto *terminal rate* nonché un *term premium* compresso a fronte di aspettative di un graduale rialzo del costo del denaro
- Un *repricing* del *term premium* e del premio per il rischio di inflazione rappresentano una fonte di volatilità futura e un possibile rischio di scenario

Spesso, nei precedenti cicli economici, l'appiattimento della struttura a termine dei rendimenti governativi ha suggerito attese degli investitori di una riduzione della crescita economica e/o dell'inflazione. **A fronte di un persistente e sincrona ripresa dell'economia mondiale e un contestuale miglioramento del mercato del lavoro, la recente diminuzione dell'inclinazione della struttura a termine governativa US si configura come un paradosso. Riteniamo, pertanto, che la dinamica di appiattimento della curva statunitense attualmente non costituisca un indicatore di un indebolimento del ciclo economico.** Essendo conseguenza diretta dell'indebolimento del rendimento obbligazionario a lungo termine sceso a fronte dell'aumento del rendimento a due anni, spinto dalle attese di ulteriori rialzi da parte della Fed nei prossimi due anni, le cause dell'appiattimento vanno cercate soprattutto **nei tre fattori che hanno causato il calo dei rendimenti obbligazionari a lungo termine:**a) **diminuzione del premio atteso dagli investitori per il rischio di inflazione:** per tutto il 2017 l'inflazione è rimasta sorprendentemente bassa, scendendo ripetutamente sotto le attese di mercato nonostante il mercato del lavoro abbia mostrato continui miglioramenti, tanto che alcuni esponenti della *Federal Reserve* hanno parlato di scomparsa della curva di Phillips. Conseguentemente, anche a fronte di aspettative di inflazione a lungo termine stabili, in questo contesto di continua modesta inflazione realizzata **gli investitori hanno iniziato a chiedere un più basso premio per il rischio di inflazione futura;**b) **diminuzione delle aspettative sul *terminal rate*.** Come le aspettative sull'inflazione futura, le aspettative sui futuri tassi di interesse reali a breve termine sono un fattore determinante dei rendimenti a lungo

termine. Anche in questo caso, ciò che conta sono le aspettative medie sull'intero orizzonte di scadenza, ancorate al tasso di interesse reale di equilibrio (*terminal rate*), ossia il livello a cui si prevede il tasso di interesse reale si stabilizzerà dopo che gli shock temporanei e le fluttuazioni cicliche si saranno dissipati. **La percezione degli investitori sul tasso di equilibrio si è recentemente abbassata, come conseguenza delle attese di una più bassa produttività dell'economia** e di una crescita economica più moderata. Poiché le aspettative di inflazione a lungo termine sono sostanzialmente fissate all'obiettivo di inflazione della Fed del 2%, **i cambiamenti nel *terminal rate* sono il fattore principale che influenza il livello di equilibrio per il *fed funds rate*.**c) ***un term premium che rimane compresso.*** La terza componente dei rendimenti governativi a lungo termine è il *term premium* ossia il premio richiesto da un "investitore" per investire in un titolo a lungo termine invece che investire ricorsivamente in titoli a breve termine. Tale componente comprende il premio per il rischio di inflazione e tutti gli effetti dei cambiamenti nell'offerta e nella domanda che non sono correlati alle aspettative, come la domanda di obbligazioni governative, il *sentiment* di mercato e possibili errori di prezzo. Il *term premium* è rimasto insolitamente compresso, nettamente inferiore alla media storica, influenzato dall'elevata domanda di titoli governativi generata anche dai programmi di *Quantitative Easing* delle banche centrali. **I verbali dell'ultima riunione del FOMC rilasciati in settimana evidenziano come rischio all'attuale contesto economico il repricing del *term premium* e del prezzo per il rischio di inflazione.** Se le aspettative di inflazione e le percezioni sul *terminal rate* solitamente cambiano gradualmente, un *term premium* estremamente compresso può aumentare improvvisamente, anche solo per effetto di una errata strategia di comunicazione della Fed. Allo stesso tempo **il rischio di inflazione percepito potrebbe rapidamente invertire il suo corso al palesarsi di più marcate spinte inflattive. Ne deriverebbe un aumento improvviso e marcato dei rendimenti dei Treasury e un conseguente repricing degli altri asset il cui prezzo è parzialmente basato su tassi di interesse.** La Fed, consapevole di tale rischio, continuerà ad alzare i tassi in modo estremamente graduale senza sorprendere il mercato, guidando così la normalizzazione della curva dei rendimenti senza eccessivi scossoni per i mercati finanziari.

LA SETTIMANA TRASCORSA

Europa: poche sorprese dai verbali BCE. Indici PMI in solida accelerazione

I verbali della riunione della BCE di ottobre evidenziano ampio accordo all'interno del Consiglio Direttivo sull'estensione delle dimensioni degli acquisti di obbligazioni, ma disaccordi sulla lunghezza del programma e sulla strategia di comunicazione. Alcuni membri hanno suggerito di indicare una data di fine chiara per il piano di acquisto di titoli, mentre altri preferivano eliminare l'ancoraggio del piano alle previsioni di inflazione. Inoltre, alcuni membri del Consiglio direttivo hanno espresso preoccupazione che i mercati potessero aspettarsi un'estensione maggiore del piano del QE, mentre altri temevano che la fine del QE potesse causare un eccessivo inasprimento delle condizioni finanziarie. Nei verbali la BCE chiarisce anche che gli acquisti di corporate bond non saranno ridotti in proporzione al taglio

complessivo che l'intero programma subirà da gennaio. In termini di fondamentali macroeconomici, secondo la BCE i rischi di crescita sono stati orientati al rialzo a breve termine, ma l'andamento dell'inflazione è rimasto modesto e le misure dell'inflazione di fondo sono aumentate solo moderatamente dall'inizio del 2017. Il capo economista Praet ha osservato che le condizioni finanziarie sono rimaste sostanzialmente stabili, la volatilità dei tassi si è parzialmente attenuata e le condizioni di finanziamento per le famiglie e le imprese sono rimaste favorevoli. La BCE ha evidenziato che era importante puntare a un impulso di crescita senza sosta, sottolineando anche che i progressi verso il suo obiettivo di inflazione richiedevano un notevole livello di accomodamento per la politica monetaria. **Le stime preliminari degli indici PMI di novembre registrano una marcata accelerazione.** L'indice PMI manifatturiero dell'Eurozona si è attestato a 60.0 al disopra delle attese pari a 58.3 mentre l'indice relativo ai servizi si è attestato a 56.2 dal precedente 55. **L'indice PMI composito tocca, così, il massimo da settantanove mesi a 57.5 dal precedente (56). Secondo Markit gli indici PMI stanno segnalando un aumento dello 0.8% in T4 2017.** Il dettaglio dei dati nazionali vede **l'indice PMI manifatturiero tedesco crescere da 60.6 a 62.5 punti in novembre** (attese pari a 60.4) mentre il dato sui servizi si è mostrato poco variato a 54.9 dal precedente 54.7. Il PMI composito si attesta così a 57.6 contro consenso 56.6 e precedente 56.6. **Il settore manifatturiero sta vivendo l'aumento più forte dei volumi di produzione da aprile 2011.** La stima preliminare del PMI manifatturiero francese è arrivato a 57.5 rispetto al consenso di 56.0 e al precedente a 56.1, i servizi toccano quota 60.2 sopra le attese di 57.0 e il precedente di 57.3. L'indice composito si attesta a 60.1 contro consenso 57.2 e precedente 57,4. L'aumento della produzione è stato ampio, con un ulteriore aumento dei nuovi ordini e un aumento delle assunzioni aggiuntive di nuovo personale. La creazione di posti di lavoro tra le imprese del settore privato è al massimo da oltre 16 anni. L'indice IFO è aumentato di 0.7 a 117.5, segnando un ulteriore record al rialzo. L'aumento dell'indice è stato determinato da un aumento della componente aspettative, mentre la valutazione delle condizioni attuali è diminuita leggermente.

Stati Uniti: confermate le attese di un rialzo dei tassi a dicembre dai verbali della riunione del FOMC

I verbali della riunione del FOMC di novembre confermano le attese di un rialzo a dicembre ma evidenziano preoccupazioni per il profilo di inflazione e per i mercati finanziari attualmente a livelli record. **La Fed è preoccupata che alcuni asset siano sopravvalutati e ci possa essere una correzione, con un conseguente improvviso restringimento delle condizioni finanziarie.** In calo il dato sugli ordini dei beni durevoli di ottobre, dopo un aumento del 2.2% a settembre. Quella di ottobre è la prima contrazione negli ultimi 5 mesi ma risulta in parte bilanciata dalla revisione del dato precedente, maggiorato di 2 decimi al 2.2% m/m e conferma la forza della crescita degli ordini nei mesi precedenti.

Asia: settimana povera di dati

In una settimana povera di dati in Giappone il saldo commerciale di ottobre indica un attivo di ¥ 285.4 mld, leggermente inferiore alle aspettative pari a ¥ 330 mld e in netta flessione

rispetto al valore di settembre (¥ 667.7 mld). A novembre l'attività del settore manifatturiero è cresciuta al ritmo più rapido in oltre tre anni, grazie all'accelerazione della produzione, dei nuovi ordini ed dell'export, segnalando la prosecuzione della fase positiva dell'economia. È quanto emerge dal PMI preliminare, salito a 53.8 da 52.8 del mese precedente.