

FINANZA

La settimana finanziaria

di Mediobanca S.p.A.



MEDIOBANCA

IL PUNTO DELLA SETTIMANA: La BCE adotterà una versione europea dell'*Operation Twist* della Fed?

- La BCE sta valutando se implementare un *Operation Twist*, al fine di controllare i tassi di interesse a lungo termine senza intaccare quelli di breve termine
- L'operazione non comporterebbe un ulteriore ampliamento del bilancio della BCE e aiuterebbe a controllare il *term premium* e il costo del debito

Dalla riunione di politica monetaria della BCE di giugno sappiamo che, una volta terminato il piano di acquisti netti, **la sua strategia di politica monetaria dovrà puntare sia su una *forward guidance "rafforzata***, volta a controllare il segmento a breve della struttura a termine, **sia su nuove modalità del piano di gestione dei re-investimenti dei titoli a scadenza**, che guideranno invece l'andamento del segmento a medio-lungo termine della struttura a termine. All'interno del dibattito **sulle opzioni a disposizione**, la BCE sta discutendo la possibilità di **reinvestire i rimborsi derivanti dai titoli, che giungeranno a scadenza, solamente sul segmento a lungo termine**, invece che spalmarli sull'intera struttura a termine, come ha fatto sinora: in questo modo riuscirebbe a **controllare la *steepness* della struttura a termine (e quindi il costo del debito per i paesi membri)** e limitare il naturale invecchiamento del proprio portafoglio titoli, **senza dover ricorrere ad un ulteriore ampliamento del bilancio del proprio bilancio**.

Questa decisione, se adottata, sarebbe una replica "all'europea" dell'*Operation Twist* (OT) della Federal Reserve lanciata negli Stati Uniti nel 1961 e ripetuta nel 2011. L'iniziativa prevedeva che la Fed acquistasse titoli governativi a lungo termine, vendendo contemporaneamente alcune delle emissioni a breve, già detenute e riducendo così i tassi di interesse a lungo termine. Tra la fine del 2011 e il 2012, la Fed condusse un programma di OT strutturato in due fasi per stimolare l'economia, che ancora stentava a riprendersi, nonostante i precedenti piani di QE. La prima fase si svolse da settembre 2011 a giugno 2012, comportando la ridistribuzione di \$400 miliardi di asset. La seconda si svolse da luglio 2012 a dicembre 2012 e

comprendeva un totale di \$267 miliardi.

Qual è la differenza tra un'operazione di Quantitative Easing (QE) e di OT? La figura di sinistra confronta l'effetto sulla curva dei rendimenti delle operazioni di QE e dell'OT (come implementata dalla Fed). Nel primo caso (QE) la banca centrale acquista direttamente sul mercato dei titoli a medio-lungo termine. L'aumento di domanda per titoli a scadenza medio-lunga ne fa salire il prezzo e abbassa il rendimento. L'obiettivo dichiarato è far abbassare i tassi di interesse a lungo termine, che incidono sulle decisioni di spesa delle famiglie, di investimento delle imprese e da cui dipende il costo del debito dei paesi. **Il punto chiave è che con il QE la curva rendimenti ruota su se stessa, inducendo una diminuzione di tutta la struttura dei tassi. L'effetto collaterale è che così facendo la banca centrale amplia il proprio bilancio**, come si può vedere dalla figura 2. Nel caso di OT, invece, la banca centrale si impegna a effettuare una semplice ricomposizione di portafoglio, mantenendo invariata la dimensione del proprio bilancio: acquista titoli a lungo termine, facendone scendere il rendimento, ma cede in cambio titoli a breve, facendone salire il rendimento. Il risultato è che la curva dei rendimenti non è solo soggetta a una rotazione, ma trasla anche verso l'alto. Nel caso della BCE, l'effetto sarebbe più smussato perché la BCE comprerebbe sul segmento a lungo termine con i proventi dei titoli a scadenza, senza vendere titoli sul segmento a breve termine. Questa strategia accompagnata da un progressivo aumento del costo del denaro, dalla seconda parte del 2019, e porterebbe quindi comunque un aumento verso l'alto del segmento a breve termine. **La prossima riunione di politica monetaria della BCE è prevista per il 24 luglio**, in questa sede la BCE potrebbe fornire maggior dettagli sulle modalità del piano di reinvestimenti di titoli, **al fine di usare l'effetto annuncio per controllare la struttura a termine**. Ci aspettiamo che in questa occasione il Presidente Draghi sottolineerà, comunque, che l'inflazione europea è su un percorso sostenibile, ribadendo che resta l'opzionalità di una politica monetaria più accomodante, se il contesto economico dovesse peggiorare.

LA SETTIMANA TRASCORSA

EUROPA: PMI europei in rallentamento

Nell'Area Euro **di giugno la stima finale del PMI manifatturiero conferma un ulteriore rallentamento**, risultando leggermente più basso della stima preliminare a 54,9, in calo da 55,5 di maggio contro il 55,0. La revisione è spiegata da una lettura più debole in cinque dei paesi dell'Area, tra cui i Paesi Bassi, l'Austria e la Francia, paese in cui la stima è scesa a 52,1 rispetto ad una prima stima di 53,1. L'indice per la Germania è stato confermato a 55,9, in calo da 56,9. Il PMI manifatturiero italiano è migliorato a sorpresa a 53,3 da 52,7, mentre l'indice per la Spagna è fermo sul livello del mese precedente 53,4. Le aspettative sono per un ulteriore indebolimento della produzione manifatturiera, con la lettura dell'Area Euro, che registra un calo della produzione e una crescita dei nuovi ordini. L'espansione del portafoglio ordini per l'export è rimasta relativamente mite. Dati più rassicuranti sono derivanti, invece,

dall'indice della produzione industriale tedesca aumentato del 2,6% m/m a maggio, marcatamente al disopra delle attese 0,3%, portando così il tasso di crescita annuale dall'1,4% di aprile al 3,1%. **Sempre nell'Area Euro prosegue il miglioramento del mercato del lavoro.** Il tasso di disoccupazione è calato a maggio all'8,4%, mentre le attese erano per una lettura stabile all'8,5%. Il dato di aprile è stato rivisto al ribasso all'8,4. Si tratta di un minimo da dicembre 2008. Il tasso di disoccupazione non è ancora tornato sul livello pre-crisi (7,3%), ma è calato di quasi quattro punti dal picco del 2013 (12,1%). A maggio la discesa del tasso di disoccupazione è guidata da Italia, Spagna e Irlanda, mentre negli altri paesi è rimasto invariato.

USA: l'*employment report* coerente con un proseguimento del sentiero di graduali rialzi dei tassi indicato dal FOMC

L'indice ISM manifatturiero per il mese di giugno è tornato a sorpresa sopra la soglia di 60 a 60,2 (consenso 58,1, valore precedente 58,7). In particolare i nuovi ordini sono tornati a 63,2. L'indagine conferma una solida espansione in T2, in linea con gran parte degli altri dati, sarà da valutare se nella seconda metà dell'anno il ritmo di espansione potrà rallentare, anche sulla scia dell'incertezza legata alla guerra dei dazi condotta da Trump. Una sorpresa positiva è arrivata anche dalla componente non manifatturiera, con **l'indice ISM non manifatturiero salito a 59,1 a giugno da 58,6 a maggio**. L'indagine rileva rialzi diffusi alle componenti attività (a 63,9 da 61,3) e ordini (a 63,2 da 60,5). Invece, correggono gli indici di occupazione (a 53,6 da 54,1) e dei prezzi pagati (a 60,7 da 64,3). Nei commenti delle imprese si sottolineano problemi legati a colli di bottiglia all'offerta, dovuti alla scarsità di manodopera e beni intermedi, rialzi dei costi collegati ai dazi e alla mancanza di personale, incertezza per il futuro dei dazi, timori per il rialzo del prezzo del petrolio. **La spesa in costruzioni a maggio aumenta di 0,4% m/m e il dato di aprile è rivisto verso il basso a 0,9% m/m** da 1,8% m/m. A maggio la spesa è trainata da una ripresa della spesa pubblica (+0,7% m/m) e da una dinamica moderata della spesa privata (0,3% m/m).



The banner features the Euroconference Evolution logo on the left, which includes a stylized 'E' and 'C' intertwined with a blue and orange swoosh, and the word 'EVOLUTION' above 'Euroconference'. The background is a light grey with a subtle network or grid pattern. On the right, there is a large image of a laptop keyboard. The central text reads: 'Ogni giorno ti diamo le risposte che cerchi, calde come il tuo primo caffè.' Below this, in smaller text, is: 'Aggiornamenti, approfondimenti e operatività, in un unico portale realizzato da professionisti per i professionisti.' At the bottom, a dark grey bar contains the text: 'richiedi la prova gratuita per 15 giorni >' and a small 'Collegati su valori, destino e future' logo.