



Riepilogo settimanale (settimana 45) 15.11.2023

La scorsa settimana i mercati hanno registrato risultati contrastanti. Le curve dei titoli di Stato si sono appiattite (con la parte anteriore sottoperformante), i mercati del credito societario hanno registrato una buona performance e gli spread creditizi si sono ristretti sia nei mercati investment-grade che in quelli high-yield.

La maggior parte dei mercati azionari ha chiuso la settimana entro l'1% dai punti di partenza; le materie prime hanno sottoperformato, scendendo su tutti i mercati, poiché le prospettive di una crescita globale debole sono state considerate più importanti di quelle di una geopolitica dell'offerta rigida.

La Reserve Bank of Australia ha alzato i tassi di riferimento (come previsto) di 25 punti base (bp) al 4,35%. Il rialzo è stato accompagnato da un linguaggio dovish. La Cina è tornata in deflazione, con i prezzi al consumo scesi del -0,2% su base annua in ottobre, a causa del calo dei prezzi dei generi alimentari e della debolezza dei consumi interni. A nostro avviso, questo dà alla banca centrale un maggiore margine di manovra per attuare misure di stimolo prima della fine dell'anno. Questa settimana gli investitori terranno d'occhio l'atteso incontro tra Xi Jinping e Joe Biden per valutare le relazioni tra Cina e Stati Uniti.

In Europa, il Fondo Monetario Internazionale (FMI) ha messo in guardia dal celebrare prematuramente la sconfitta dell'inflazione. Il FMI ha affermato che storicamente occorrono in media tre anni (secondo noi i tempi cambiano) per riportare l'inflazione a livelli più bassi e che il mancato completamento del lavoro potrebbe portare a un nuovo ciclo di inasprimento monetario, che potrebbe ridurre la crescita dell'1%. Questo avvertimento è in linea con l'indagine sui consumatori della Banca Centrale Europea di settembre, pubblicata la scorsa settimana, che mostra come le aspettative di inflazione per i prossimi 12 mesi siano salite dal 3,5% al 4%. Su una nota leggermente più ottimistica, il FMI prevede anche che l'Europa si stia dirigendo verso un atterraggio morbido e non prevede una recessione prolungata nella regione. Per l'Eurozona, il FMI prevede una crescita dello 0,7% per quest'anno e dell'1,5% per il 2024.

Negli Stati Uniti, il dato principale è stato il Senior Loan Officer Opinion Survey del terzo trimestre, che esamina gli standard di prestito delle banche come un buon indicatore della crescita economica. L'indagine ha sorpreso i sostenitori dell'economia, mostrando un miglioramento della disponibilità delle banche a concedere prestiti rispetto al secondo trimestre. Il saldo netto (l'inasprimento degli standard di prestito bancario meno l'allentamento degli standard di prestito bancario) è sceso dal 50,8% al 33,9%. Le condizioni di prestito rimangono restrittive rispetto agli standard storici, ma riteniamo che un ulteriore allentamento sarebbe incoraggiante e contribuirebbe a sostenere la crescita in futuro.



Il rendimento del governo statunitense a 10 anni è rimasto praticamente invariato nel corso della settimana, il che ha senso se si considera che il calendario dei dati economici è scarso e che il Federal Open Market Committee (FOMC) è in attesa a causa della festività del Veterans Day di venerdì. Tuttavia, questo non dimostra la battaglia quotidiana che gli investitori hanno condotto per fissare il rendimento di pareggio del Treasury decennale; le oscillazioni giornaliere del rendimento sono state enormi, con una media di 12 punti base. A cosa si deve la colpa? Il colpevole più frequentemente citato è il premio a termine.

Il premio a termine è un concetto sfuggente: è definito come la differenza tra i rendimenti a lungo termine e l'evoluzione prevista dei tassi di interesse a breve termine sulla stessa durata.

In altre parole, è la differenza di rendimento che gli investitori chiedono per detenere un'obbligazione a lungo termine invece di rinnovare continuamente titoli a brevissimo termine con la stessa scadenza. Il problema evidente di questa definizione è che nessuno è in grado di prevedere l'evoluzione prevista dei tassi di interesse su un lungo periodo (ad esempio, i prossimi dieci anni). Il presidente della Fed di Minneapolis Neel Kashkari ha riassunto al meglio il premio a termine quando ha detto che è "la versione degli economisti della 'materia oscura' - è il residuo di tutte le cose che non riusciamo a spiegare". È il premio che gli investitori cercano per proteggersi da rischi imprevisti. Con il FOMC in attesa, che ha addirittura lasciato intendere che l'aumento del premio a termine fa il lavoro della stretta monetaria, cosa temono gli investitori obbligazionari statunitensi?

L'inflazione statica. Mercati del lavoro in tensione, catene di approvvigionamento multiple o deglobalizzazione, oltre alla transizione verso un'energia più pulita. C'è grande incertezza sulla capacità del FOMC di riportare l'inflazione al suo obiettivo del 2%. O, addirittura, se l'obiettivo del 2% sia appropriato.

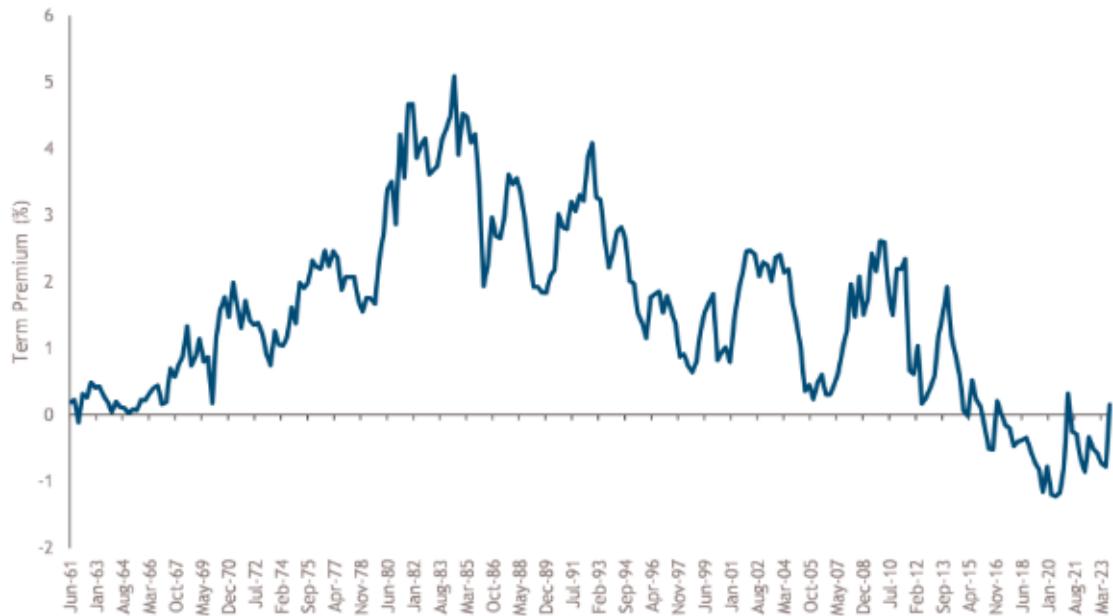
Responsabilità fiscale del governo. Per l'anno fiscale 2022, il deficit federale degli Stati Uniti si è attestato a 1.375.000 miliardi di dollari. Questo deficit è peggiorato notevolmente nell'anno fiscale 2023, con una stima del Tesoro statunitense di 1.700 miliardi di dollari. Dato che l'anno prossimo si terranno le elezioni e non è certa la vittoria dell'amministrazione in carica, solo un coraggioso previsore potrebbe aspettarsi che l'amministrazione stringa la cinghia fiscale, preannunciando un ulteriore peggioramento.

Eccessiva offerta di obbligazioni. L'offerta linda di titoli di Stato è stimata a 4,1 trilioni di dollari per il 2024, in aumento rispetto ai 3,3 trilioni del 2023. Con l'entrata in vigore del programma di inasprimento quantitativo del FOMC (che riduce l'offerta di obbligazioni) e con gli altri acquirenti naturali di titoli di Stato statunitensi che ora vendono per difendere le loro valute (ad esempio Cina e Giappone), è possibile il rischio di uno squilibrio tra domanda e offerta. L'asta di 24 miliardi di dollari a 30 anni di questa settimana potrebbe essere servita da monito; con un rendimento superiore di 5,3 punti base rispetto a quello indicato prima della vendita, solo un'altra asta nell'ultimo decennio si è allontanata così tanto dal rendimento annunciato.



Ciò che possiamo concludere è che, per gli investitori in titoli di Stato, i rischi imprevisti sono orientati ad aumentare il premio a termine - e per gli standard storici, il premio a termine è ancora a livelli estremamente bassi (si veda il grafico di questa settimana). Potrebbe anche essere la sottovalutazione di questo premio a costringere il FOMC a tagliare i tassi, poiché il premio a termine aumenta ulteriormente, limitando l'economia e mandandola in recessione. I precedenti della banca centrale in materia di atterraggi morbidi non sono eccellenti.

Grafico della settimana: Premio a termine del Tesoro a 10 anni



2023.11.15.Premio per i T-bond

Fonte: Bloomberg, 10 novembre 2023



231115 © DC advisory

Esclusione di responsabilità:

DC Advisory pubblica il presente rapporto solo a titolo di informazione generale, senza tenere conto delle circostanze, delle esigenze o degli obiettivi dei lettori. I lettori devono valutare l'adeguatezza di qualsiasi raccomandazione, previsione o altra informazione alla propria situazione individuale e consultare il proprio consulente per gli investimenti.

Le opinioni e i pareri espressi nel presente documento riflettono le opinioni degli autori dei contenuti alla data delle pubblicazioni e sono soggetti a modifiche in base alle condizioni di mercato e di altro tipo. Ogni riferimento a titoli, settori, regioni e/o paesi è solo a scopo illustrativo. Il valore degli investimenti e il loro reddito possono diminuire o aumentare. Le fluttuazioni dei tassi di cambio possono far aumentare o diminuire il valore degli investimenti in valuta estera.

DC Advisory non sarà responsabile, né i suoi dipendenti, collaboratori o agenti, di eventuali perdite derivanti da investimenti basati su raccomandazioni, previsioni o altre informazioni contenute nel presente documento. Il contenuto di questa pubblicazione non deve essere interpretato come una promessa, una garanzia o un'implicazione, esplicita o implicita, che le informazioni previste si realizzino, che i lettori traggano profitto dalle strategie qui esposte o che le perdite in relazione ad esse possano o siano limitate. Qualsiasi investimento conforme alle raccomandazioni contenute in un'analisi può essere rischioso e può comportare perdite, in particolare se le condizioni o le ipotesi utilizzate per le previsioni o menzionate nell'analisi non si verificano come previsto e le previsioni non si realizzano.

DC Advisory si avvale di fornitori di informazioni finanziarie e le informazioni di tali fornitori possono costituire la base di un'analisi. I dati raccolti da terzi sono forniti senza alcun tipo di garanzia. DC advisory e il fornitore di dati non si assumono alcuna responsabilità in relazione ai dati di terzi e non si assumono alcuna responsabilità per l'accuratezza o la completezza delle informazioni qui contenute.

Le performance passate non sono indicative di quelle future e non possono essere ripetute.