

# L'ALPHA E IL BETA

11 dicembre 2017

## Il rompicapo della curva americana

**L'appiattimento della curva americana è uno dei temi "caldi" delle ultime settimane. Siamo in presenza di un nuovo rompicapo, come disse Greenspan nel 2005, o c'è qualche risposta plausibile?**

Nel corso del 2017 la struttura dei rendimenti americana si è progressivamente appiattita, facendo sollevare più di un sopracciglio.

Una curva dei tassi si definisce "piatta" quando si restringe la differenza di rendimento tra i titoli a breve scadenza e i titoli a scadenza più lontana nel tempo. La curva americana è la madre di tutte le curve e il differenziale tra le scadenze a due e dieci anni è un riferimento tra i più seguiti. Negli ultimi giorni il titolo a due anni ha continuato a salire portando la differenza con il decennale attorno ai cinquanta punti base (0,50%), un restringimento che non si vedeva dal 2007.

La preoccupazione degli osservatori è dovuta al fatto che un appiattimento della curva è generalmente interpretato come anticipatore della fine imminente del lungo ciclo espansivo, quasi tutte le fase recessive del secondo dopoguerra sono state precedute da una curva invertita, una condizione in cui i tassi a breve sono superiori di quelli a più lunga scadenza.



Tangram, antichissimo rompicapo cinese

Gli operatori continuano a mostrare olimpica indifferenza al fatto che la Fed abbia aumentato i tassi quattro volte dal 2015 e abbia annunciato la riduzione del suo bilancio. I rendimenti dei Treasury sono diminuiti e l'appiattimento della curva ricorda il "conundrum" di Greenspan, il rompicapo che a metà degli anni 2000 l'allora presidente della Fed non riusciva a spiegare.

Tra il giugno 2004 e il dicembre 2005 la banca centrale americana impresso una direzione decisa alla politica monetaria, i tassi passarono da 1% a 4,25%. In quello stesso arco di tempo il rendimento del Treasury decennale diminuì anziché aumentare, un movimento che prese di sorpresa gli operatori e gli stessi banchieri centrali, Greenspan parlò appunto di rompicapo.



La curva del Treasury a dicembre 2016 e novembre 2017. Fonte: Federal Reserve San Francisco 2017

Dal dicembre 2016 i rendimenti a lungo termine dei Treasury a dieci anni sono scesi, la curva si è appiattita come a metà anni Duemila, e sembra prossima all'inversione, foriera di scenari sinistri.

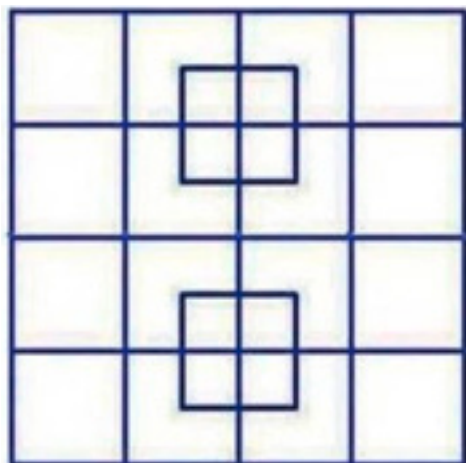
Siamo di fronte a un nuovo rompicapo, come alcuni hanno già ricordato? Oppure questa volta ci sono spiegazioni plausibili?

Secondo noi non siamo di fronte a una riedizione del rompicapo di Greenspan, e la spiegazione è nella regola “segui l’inflazione” (ne abbiamo parlato in più occasioni, vedi anche L’Alpha e il Beta del 6.10.2017).

L’assenza di surriscaldamento dei prezzi in un’economia in piena occupazione costituisce a sua volta un rompicapo, come ha ammesso la stessa Janet Yellen a fine settembre. I dati di inflazione, sia nominale che di fondo, continuano a deludere le aspettative di lungo periodo. La cartina di tornasole è il rendimento dei TIPS (Treasury Inflation-Protected Securities), i titoli legati all’inflazione. Nell’ultimo anno il compenso aggiuntivo del titolo decennale determinato dall’inflazione è sceso dello 0,13%, una conferma al fatto che “l’inflazione ha avuto un ruolo decisivo nell’appiattimento della curva nel corso del 2017” scrive Michael Bauer della Fed di San Francisco, che avverte come di conseguenza sia caduto anche il premio al rischio per l’inflazione, il compenso per il rischio sui rendimenti reali futuri. Non siamo davanti a un nuovo rompicapo, l’appiattimento della curva è spiegato dall’affievolimento delle aspettative di inflazione, dall’abbassamento delle stime sul livello di lungo periodo del tasso naturale, dai molti focolai di incertezza, sia economici che politici, dall’abbondante liquidità ancora presente nei mercati dei capitali che continua ad alterare le regole del gioco.

Qualcuno pensa che l’appiattimento sia destinato a trasformarsi in inversione nel corso del 2018, classico segnale anticipatore di recessioni.

Nell’arte del teatro esiste la cosiddetta regola di Cechov, secondo la quale se una pistola appare nel corso del primo atto di una rappresentazione teatrale, nel terzo atto sarà certamente usata per fare fuoco. Una regola teatrale che non necessariamente si applica all’economia: la crescita economica globale è solida e incontrovertibile, negli Stati Uniti la riforma fiscale darà forza all’economia confermando la Fed nei suoi propositi di normalizzazione. Nessun rompicapo sull’appiattimento della curva dunque, bassa inflazione, liquidità e incertezza politica spingono all’ingiù i tassi a più lungo termine, i mercati scommettono sull’aumento dei tassi a breve e non vedono pericoli di inflazione nel lungo periodo.



Il rompicapo dei quadrati: quanti quadrati vedi nell’immagine?

Il veleno nella coda è qui, nel rischio di inflazione percepito: se questa dovesse davvero riemergere, inattesa e non annunciata, il premio al rischio aumenterebbe rapidamente. Si tratta di un evento che oggi ha poche probabilità di accadere ma, se accadesse, avrebbe conseguenze dirompenti.

Un fattore di vulnerabilità che evoca i principi dell’anti-vulnerabilità di cui sta trattando in queste settimane il professor Legrenzi nell’appuntamento settimanale de “I soldi in testa”.

“Il segreto della protezione è l’ammissione di non poter procedere alla scelta di una via sicura” scrive Legrenzi “la differenziazione prende in considerazione tutte le eventualità”.



Le opportunità delle diverse classi di attivo cambiano nel tempo. Fonte: BofA Merrill Lynch, JP Morgan Indices, Bloomberg, GAM Dic. 2017

L’esposizione in obbligazioni è la più vulnerabile, dopo decenni di tassi in discesa e performance stellari dell’obbligazionario ora il gioco è cambiato e il profilo rischio-rendimento della componente obbligazionaria si è fatto negativamente asimmetrico, la caduta dei prezzi a fronte di un incremento dei tassi darebbe origine a perdite in conto capitale, più o meno severe rispetto all’ampiezza del movimento dei tassi.

In uno scenario di così elevata incertezza, tassi in salita, ma molto gradualmente, inflazione non allarmante, ma chissà per quanto, curve piatte, ma non è detto che invertano, volatilità bassa, ma non più nelle valute e nei tassi, la gestione attiva e le strategie flessibili nel reddito fisso e nelle soluzioni multi-asset sono a nostro avviso le più adeguate.

**Carlo Benetti** è Head of  
Market Research and  
Business Innovation di  
GAM (Italia) SGR S.p.A.



[www.gam.com](http://www.gam.com) seguiteci anche su:



---

### **Disposizioni importanti di carattere legale**

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.