

OBBLIGAZIONARI

La curva dei rendimenti statunitensi segnala una recessione negli Stati Uniti?

April 05, 2019

Negli ultimi anni si è parlato molto dell'appiattimento della curva dei rendimenti statunitensi, una rappresentazione grafica del differenziale tra tassi d'interesse a breve e lungo termine. Di recente, alcuni commentatori di mercato si sono concentrati sull'inversione di una parte della curva e sul suo significato.

Come abbiamo ricordato in un [articolo precedente](#), il verificarsi di una contrazione dei differenziali tra i tassi di breve e lungo termine, indica solitamente che a giudizio del mercato la crescita economica non è sostenibile ed è destinata a diminuire in futuro.

Il fatto che i differenziali tra i tassi di breve e lungo termine diventino negativi, o si invertano, è stato considerato un segnale di una potenziale imminente recessione degli Stati Uniti. Come illustrato nel grafico seguente, il 22 marzo, il divario tra i buoni del Tesoro a 3 mesi e i titoli del Tesoro decennali si è invertito per la prima volta dal 2007.

scende al di sotto dello zero

Differenziale di rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni/tre mesi (scadenza costante)

4 gennaio 1982 - 25 marzo 2019



Fonti: Franklin Templeton Capital Markets Insights Group, Federal Reserve, Macrobond. Il grafico illustra il differenziale tra i titoli del Tesoro a 10 anni e i buoni del Tesoro a tre mesi. I valori sull'asse y al di sotto dello zero esprimono inversione. Le aree ombreggiate rappresentano recessioni statunitensi.

Curva dei rendimenti statunitensi come indicatore di recessione

La parte più ampiamente seguita della curva dei rendimenti statunitensi è verosimilmente il differenziale tra i titoli del Tesoro a 10 e 2 anni. Come illustrato da Ed Perks, CIO, Franklin Templeton Multi-Asset Solutions, nel presente [articolo](#), quando in passato tale parte della curva dei rendimenti ha subito un'inversione, (è scesa sotto lo zero), gli Stati Uniti sono generalmente caduti in recessione.

Negli ultimi due anni, il differenziale tra i titoli del Tesoro a 10 e 2 anni si è aggirato al di sotto di 100 punti base^[1]. E, come illustrato nel grafico seguente, è sceso a soli 11 punti base a dicembre 2018.

Differenziale di rendimento dei titoli del Tesoro statunitense a 10 anni/due anni
(scadenza costante)

1 giugno 1976 - 25 marzo 2019



Fonti: Franklin Templeton Capital Markets Insights Group, Federal Reserve, Macrobond. Il grafico illustra il differenziale tra i titoli del Tesoro a 10 anni e a due anni. I valori sull'asse y al di sotto dello zero esprimono inversione. Le aree ombreggiate rappresentano recessioni statunitensi.

Perché la curva dei rendimenti si appiattisce o inverte

Al contempo, negli ultimi anni vari fattori fondamentali hanno compresso i tassi a lungo termine: i titoli del Tesoro decennali e trentennali a lunga scadenza. Alcuni osservatori hanno rilevato che senza un altro programma di allentamento quantitativo, la Fed non può controllare l'estremità di lungo termine della curva dei rendimenti.

In parole povere, negli ultimi anni abbiamo assistito all'aumento dei tassi di breve termine da parte della Fed senza un corrispondente incremento dei tassi di lungo termine, il che ha causato un appiattimento e un'inversione di determinate parti della curva dei rendimenti.

Perché una curva dei rendimenti invertita può perdere significato

Nonostante l'inversione del differenziale tra i rendimenti dei titoli del Tesoro a 10 e 2 anni, alcuni dei nostri responsabili senior degli investimenti hanno osservato segnali indicanti che il potere predittivo della curva dei rendimenti potrebbe non essere pari a quello osservato in passato.

In questo [video clip](#), Sonal Desai, Chief Investment Officer, Franklin Templeton Fixed Income, afferma che la forma della curva dei rendimenti è diventata insignificante in termini di capacità di indicare agli investitori l'eventualità di un'imminente recessione negli Stati Uniti. Sostiene che, in quest'era di allentamento quantitativo globale, le banche centrali più importanti intervengono sui mercati in modo non tradizionale.

Per esempio, dopo la crisi finanziaria del 2007-2009, la Fed ha acquistato volumi significativi di Treasury con date di scadenza più lunghe. Desai sostiene che questi acquisti della Fed hanno inciso sul prezzo dei titoli, facendo diventare l'estremità a lungo termine della curva dei rendimenti una funzione dei meccanismi di mercato quasi indipendente dai fondamentali della crescita economica.

“Il mercato sta ancora esaminando la curva dei rendimenti come se inviasse segnali. Lo trovo semplicemente sconcertante.” – Sonal Desai, 12 novembre 2018.

In un recente [podcast](#), i nostri responsabili senior degli investimenti hanno dichiarato che una recessione negli Stati Uniti non è probabile nel breve termine, malgrado il rallentamento della crescita economica statunitense.

Michael Hasenstab, Templeton Global Macro, ha affermato che un forte mercato del lavoro statunitense e consumi favorevoli dovrebbero alimentare l'attività economica statunitense nel brevissimo termine.

“Penso che sia emerso un contesto eccessivamente ribassista, a mio giudizio questa convinzione che gli Stati Uniti stiano per entrare in recessione, o siano in recessione, è sopravvalutata. Tuttavia, penso che vi siano alcune crescenti preoccupazioni di natura fondamentale in merito alla sostenibilità di lungo termine, quali quest'idea di sconsiderate spese consistenti in disavanzo, le politiche populiste che portano a programmi economici non coordinati e spesso volatili.” – Michael Hasenstab, 25 marzo 2019.

Sonal afferma che sembra esservi consenso riguardo al fatto che gli Stati Uniti siano destinati a entrare in recessione entro la fine del 2019 o entro 18 mesi. Tuttavia, in questo momento non rileva un meccanismo scatenante per tale recessione.

“L'elemento a mio avviso un po' più difficile da definire, in quell'orizzonte temporale, è: cosa potrebbe causare tale recessione? Perché siamo in presenza di forti mercati del lavoro, ma di una Fed che non ha affatto un atteggiamento aggressivo, anzi è molto accomodante. Né si prevedono prezzi dell'energia [elevati], un'altra causa importante. Stabilità finanziaria e bolle dei prezzi degli *asset*, ecco quali sono gli elementi che teniamo sotto controllo.” – Sonal Desai, 25 marzo 2019.

Note Informative e Legali

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments (“FTI”). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

[\[1\]](#) I punti base sono un'unità di misura. Un punto base equivale allo 0,01%.