

Tutti gli occhi sono puntati sulla curva dei rendimenti dei Treasury Usa

Dopo l'ultimo rialzo dei Fed fund a settembre, il differenziale di rendimento dei Treasury a 10 e 2 anni è sceso a soli 23 bp: appiattimento che potrebbe presagire una recessione

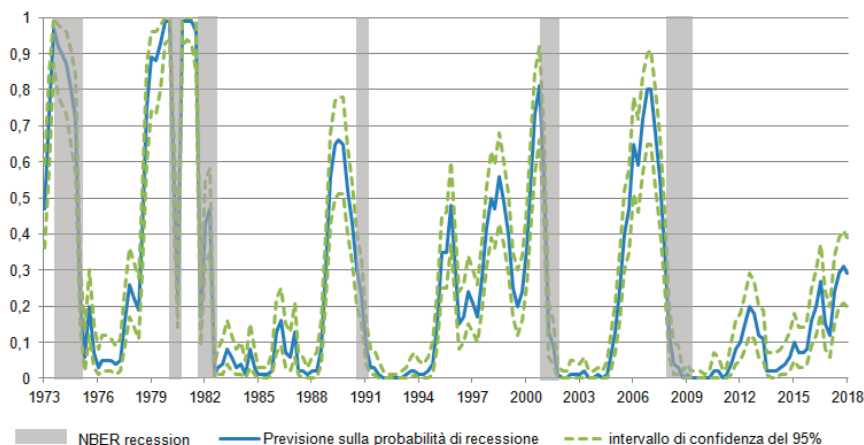
a cura dell'Ufficio Studi e Ricerche di Consultique

Da inizio anno, buona parte degli operatori finanziari ha focalizzato l'attenzione sulla curva dei rendimenti dei titoli governativi statunitensi. L'appiattimento della curva che si è osservato negli ultimi mesi, secondo molti analisti, potrebbe anticipare la prossima recessione. Tale considerazione si fonda sull'evidenza storica relativa alle ultime sette recessioni che hanno interessato gli Stati Uniti negli ultimi quarant'anni. Tutte queste sette crisi, infatti, sono state precedute da un'inversione della curva dei rendimenti. Una curva dei rendimenti invertita indica che gli operatori finanziari si aspettano dei tassi di breve termine futuri più bassi. Il mercato, in altre parole, attende una recessione a breve e, conseguentemente, l'attivazione di politiche monetarie espansive e di contrazione dei tassi d'interesse da parte della Banca Centrale. La relazione è stata analizzata ampiamente nella letteratura finanziaria e gli *spread* principalmente osservati dagli operatori sono il differenziale di rendimento tra il

titolo governativo a dieci anni e quello a due anni e il differenziale di rendimento tra il Treasury decennale e il bond a tre mesi. Dopo il rialzo dei tassi da parte della Federal Reserve al 2/2,25% dello scorso 26 settembre, il differenziale di rendimento dei Treasury a dieci e due anni è sceso a soli 23 punti base: prestare denaro agli Stati Uniti per dieci anni consente di ottenere solamente lo 0,23% p.a. in più rispetto a un periodo di soli due anni. Per la verità, il differenziale tra i due tassi negli ultimi due mesi è stato anche più basso (0,1986%, il 31 agosto), ma l'attesa sul rialzo dei tassi della Federal Reserve aveva fatto ampliare leggermente la forchetta. Il tasso d'interesse del Treasury decennale, infatti, era arrivato a toccare anche il 3,1%, crescendo in misura maggiore rispetto a quello a due anni. Non è un segreto che queste misure sono ampiamente scrutinate dalla stessa Banca Centrale, al fine di utilizzarla per fornire una stima della probabilità di recessione dell'economia statunitense nel prossimo anno. In uno studio di marzo 2018 della stessa Federal Reserve (vedi grafico 1), tale probabilità nel primo trimestre dell'anno risultava pari al 30%. Si tratta di un valore comunque di molto inferiore ai livelli toccati nei mesi antecedenti alle ultime recessioni.

Ciò potrebbe indicare che l'elevata attenzione nei confronti di tale indicatore da parte della stampa settoriale e generalista sia in qualche modo poco giustificata, almeno per il momento. Bisogna in ogni caso ricordare che tra l'appiattimento della curva dei rendimenti e il verificarsi di una recessione non esiste in alcun modo un rapporto di causalità. Tra l'altro, alcuni analisti affermano che "questa volta è differente", ritengono cioè che i tassi generalmente bassi in Europa e Giappone e le politiche fiscali molto aggressive di Trump

UNA STIMA DELLA PROBABILITÀ DI RECESSIONE NEGLI STATI UNITI



La previsione sulla probabilità (e l'intervallo di confidenza associato) si riferisce alla probabilità che avvenga una recessione a un certo punto nei trimestri tra il primo e il quarto, sulla base del modello di probabilità dell'equazione.

grafico 1

siano una causa importante della stabilità del tasso a dieci anni. L'amministrazione Trump sembra quindi essere passata dalla "droga monetaria" a una sorta di "droga fiscale", con cui molto probabilmente la prossima amministrazione, tra circa due anni, dovrà fare i conti. Un'interruzione drastica di questo stimolo potrebbe generare uno shock recessivo tanto quanto un errore in termini di politiche monetarie da parte della Federal Reserve. Con l'ampia e variegata offerta di Etf ed Etp quotati su Borsa Italiana, è possibile investire nel debito governativo statunitense con estrema precisione, anche con l'obiettivo di sfruttare movimenti di breve periodo che stanno interessando questa asset class. Nel dettaglio, sono ben 30 gli strumenti negoziabili sul mercato ETFplus, 26 Etf e 4 Etp (vedi tabella 1), suddivisi per

tratto di curva, copertura della valuta e leva applicata al sottostante. Sul tratto a breve, sulle scadenze tra uno e tre anni, è possibile investire su otto diversi strumenti, di cui due, ovvero il Lyxor iBoxx \$ Treasuries 1-3Y (Dr) Ucits Etf Monthly Hedged Eur e l'Ubs Etf - Barclays Capital US 10+ Year Treasury Bond Ucits Etf (hedged to Eur) A-dis, con copertura dal rischio di cambio nei confronti dell'euro. Sul tratto a medio termine della curva, gli strumenti disponibili offrono la possibilità di individuare dettagliatamente le scadenze che l'investitore ritiene più interessanti. Nello specifico, è possibile investire sul tratto 3/5 anni con lo Spdr Barclays 3-5 Year U.S. Treasury Bond Ucits Etf, sul tratto 3/7 anni con l'Amundi Us Treasury 3-7 Ucits Etf - Usd (C) e l'iShares Usd Government Bond 3-7 Ucits Etf (Acc), sul

tratto 5/7 anni con il Lyxor iBoxx \$ Treasuries 5-7Y (Dr) Ucits Etf e lo Spdr Barclays 5-7 Year U.S. Treasury Bond Ucits Etf, e sul tratto 7/10 anni con ben quattro differenti strumenti. Il tratto di curva più interessante, tuttavia, specie per l'apertura di posizioni di breve periodo, è quello a lungo termine. Sulle scadenze a dieci anni si ha la possibilità di aprire una posizione *short*, anche a leva 2x, 3x e 5x, oppure una posizione *long* con leva 3x, grazie ai prodotti di Lyxor e Boost, mentre sulla scadenza a 30 anni è possibile avere una posizione *short* con leva 3x grazie al Boost Us Treasury 30y 3x Short Daily Etp. Infine, sono disponibili tre strumenti privi di uno specifico focus sulla curva delle scadenze, di cui uno, ovvero Xtrackers II Us Treasuries Ucits Etf 2D (Eur Hedged), coperto dal rischio di cambio con l'euro.

ETFPLUS: GLI ETF PER ESPORSI AI TITOLI DI STATO USA

Bbg code	Denominazione	Copertura cambio	Struttura	Replica	Divid.	Perf. 1y	Volat. 1y
IBTS IM	ISHARES \$ TREASURY 1-3YR UCITS ETF DIST	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	1,48%	7,08%
CSBGU3 IM	ISHARES \$ TREA 1-3YR UCITS ETF USD ACC B	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Acc.	1,40%	7,08%
US1 IM	AMUNDI US TREASURY 1-3 UCITS ETF - USD	no	Long (1x)	Sintetica	Acc.	1,44%	7,09%
TRS3 IM	SPDR BL BAR 1-3Y US TREAS BOND UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-0,15%	7,11%
UT1EUA IM	UBS BL BAR US 1-3Y TREAS UCITS ETF A-DIS	no	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-0,24%	7,06%
US13 IM	LYXOR CORE IBX \$ TREAS 1-3Y DR UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	1,56%	7,13%
U13H IM	LYXOR \$ TREAS 1-3Y DR EU H UCITS ETF DIS	si	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-2,62%	0,66%
UST1F IM	UBS BL BAR US 1-3Y TREA UCITS ETF EU HED	si	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-2,77%	0,84%
TRS5 IM	SPDR BARCL 3-5 Y US TREASURY UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-1,52%	7,63%
CSBGU7 IM	ISHARES \$ TREASURY 3-7YR UCITS ETF ACC	no	Long (1x)	Fisica Completa	Acc.	-0,28%	7,82%
US3 IM	AMUNDI US TREASURY 3-7 UCITS ETF - USD	no	Long (1x)	Sintetica	Acc.	-0,32%	7,84%
TRS7 IM	SPDR BARCL 5-7 Y US TREASURY UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-2,25%	8,16%
US57 IM	LYXOR CORE IBX \$ TREAS 5-7Y DR UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-0,69%	8,17%
IBTM IM	ISHARES \$ TREASURY 7-10YR UCITS ETF DIST	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-1,49%	8,68%
TRSX IM	SPDR BARCL 7-10 Y US TREASURY UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-3,06%	8,68%
UT7EUA IM	UBS BL BAR US 7-10Y TREA UCITS ETF A-DIS	no	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-3,11%	8,63%
US7 IM	AMUNDI US TREASURY 7-10 UCITS ETF - USD	no	Long (1x)	Sintetica	Acc.	-1,64%	8,70%
US15 IM	LYXOR 10Y TREAS DAI (-1X) INV UCITS ETF	no	Short (-1x)	Sintetica	Acc.	7,06%	6,21%
DSUS IM	LYXOR 10Y US TREAS DAI -2X UCITS ETF ACC	no	Short -2x	Sintetica	Acc.	11,26%	7,23%
US10 IM	LYXOR \$ TREAS 10Y+ DR UCITS ETF DIST	no	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-2,17%	11,02%
LUTR IM	SPDR BARCL 10+ Y US TREASURY UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-3,73%	11,12%
U10H IM	LYXOR \$ TREA 10Y+ DR EU HD UCITS ETF DIS	si	Long (1x)	Fisica Completa	Dist.	-6,25%	7,46%
UST10F IM	UBS BL BA US 10+Y TR UCITS ETF EU H A-DI	si	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-6,30%	7,71%
TRSY IM	SPDR BARCLAYS US TREASURY BOND UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-1,70%	7,98%
XUTD IM	XTRACKERS II US TREASURIES UCITS ETF	no	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-0,20%	7,98%
XUTE IM	XTRACKERS II US TREAS EURO HED UCITS ETF	si	Long (1x)	Fisica a Campione	Dist.	-4,17%	2,70%

Fonte: Consultique, al 5 ottobre 2018.

Tabella 1