

Punto di Vista:

Appiattimento della curva dei rendimenti: attenti sì, preoccupati no.

OBBLIGAZIONARIO | TEAM GLOBAL FIXED INCOME | APPROFONDIMENTI MACRO | 2018

La diminuzione della pendenza della curva dei rendimenti statunitense ha preoccupato molti investitori, in quanto in passato gli appiattimenti delle curve sono stati messi in relazione con i segnali premonitori delle recessioni. Benché il parallelo storico sia legittimo, a nostro avviso è sempre importante capire perché la curva si stia appiattendo, al fine di interpretare più correttamente il segnale che sta probabilmente inviando.

AUTORI



JIM CARON
Managing Director
Team Global Fixed Income



ANTON HEESE
Executive Director
Team Global Fixed Income

Perché la curva dei rendimenti si sta appiattendo?

La pendenza della curva sta diminuendo perché la Federal Reserve statunitense (Fed) ha cominciato a incrementare i tassi di riferimento a breve nel dicembre 2015. L'aumento della porzione breve dei tassi di riferimento è avvenuto durante un periodo in cui l'inflazione era bassa e inferiore all'obiettivo del 2%, secondo quanto misurato dalla spesa per consumi personali strutturale (PCE core). Solo recentemente l'inflazione è salita a livelli in linea con il target. La risalita dei tassi di riferimento in un periodo caratterizzato da un'inflazione contenuta ha precisamente l'effetto di appiattire la curva. In altre parole, in tali circostanze il percorso di minor attrito è quello verso una riduzione della pendenza.

Quali sono le differenze tra l'odierno appiattimento della curva e quelli passati?

LA FED STA ALZANDO I TASSI, NON INASPRENDO LA POLITICA MONETARIA.

Si tratta di un'importante distinzione, perché l'irrigidimento monetario è pensato per rallentare la crescita, e la Fed non è nuova alla tattica di calcare la mano su

questo fronte e far decelerare più marcatamente l'economia a titolo di assicurazione contro l'inflazione.

LA FED NON HA DICHIARATO IMMINENTE UN IRRIGIDIMENTO DELLA POLITICA MONETARIA Attualmente, l'obiettivo della Fed è di passare a un tasso ufficiale neutrale, non restrittivo, fintantoché l'inflazione non supererà in maniera significativa la soglia del 2%, un'ipotesi per ora remota. L'inflazione è rimasta esile durante tutta la ripresa economica post-2009, nonostante l'irrigidimento del mercato del lavoro e la riduzione delle stime sulla capacità in eccesso nell'economia.

UN CICLO DI RIALZI DEI TASSI INSOLITAMENTE BREVE E CONTENUTO Attualmente, sia il mercato che la Fed prevedono che i tassi d'interesse a breve termine non aumenteranno in maniera rilevante trascorsi i prossimi 18 mesi. Ciò renderebbe l'attuale ciclo di rialzi estremamente peculiare. Innanzitutto, la Fed ha aumentato i tassi in media tre volte l'anno, un ritmo decisamente inferiore a quello osservato negli ultimi cicli di rialzi dei tassi, in occasione

dei quali sono stati operati in media 8 ritocchi all'insù.¹ In secondo luogo, se il ciclo terminasse nei tempi attualmente impliciti nei prezzi, si rivelerebbe nettamente più breve della norma: il tasso sui Federal Fund salirebbe di appena 200 punti base (pb) contro 425 pb nel 2004-2006 e 300 pb nel 1994-1995.²

LA POLITICA MONETARIA HA MANTENUTO I PREMI A TERMINE³ SU LIVELLI MOLTO CONTENUTI.

L'allentamento quantitativo (quantitative easing, QE) è stato concepito per comprimere i premi a termine sulla curva dei rendimenti, e ciò ha l'effetto di portare i tassi d'interesse a lungo termine su livelli decisamente inferiori a quelli che si sarebbero avuti in condizioni normali. In base ai calcoli effettuati sul nostro modello dei premi a termine, questi si sono attestati in media a -22 pb dopo la crisi finanziaria globale, a fronte di una media pre-crisi di circa +25 pb. Questo significa che l'inclinazione della curva dei rendimenti è inferiore alla media di circa 47 pb una volta eliminati i fattori tecnici associati all'impatto che il QE ha avuto sui premi a termine.

Quale segnale manda l'odierno appiattimento della curva dei rendimenti?

È possibile trarre alcune conclusioni in merito all'attuale riduzione della pendenza della curva. La più importante è che essa invia un segnale predittivo più flebile rispetto al passato circa lo stato di salute futuro dell'economia statunitense. Anche in relazione al ciclo attuale, riteniamo che la curva dei rendimenti rimanga un buon indicatore del rapporto tra il modo in cui le decisioni di politica monetaria che incidono sulla porzione breve della curva plasmano le stime di crescita futura e le dinamiche inflazionistiche che influenzano la porzione lunga. L'appiattimento della curva è sicuramente un fenomeno rilevante, tuttavia non temiamo un'imminente recessione in quanto crediamo che l'inclinazione odierna invii un segnale più debole e pertanto la riduzione della pendenza dovrebbe essere superiore alla norma per produrre lo stesso impatto sulla crescita futura osservato in passato.

¹ Fonte: Federal Reserve statunitense, Bloomberg. Dati dal 1990 al 2018.

² Fonte: Summary of Economic Projections della Federal Reserve statunitense, Bloomberg. Dati dal 1990 al 13 giugno 2018.

³ I premi a termine sono un indicatore della remunerazione del rischio, solitamente in termini di inflazione, in base al quale gli investitori richiedono rendimenti superiori per detenere Treasury USA a più lunga scadenza rispetto a quelli con scadenze più brevi. Per questo motivo, le curve dei rendimenti tendono ad avere inclinazioni positive. L'entità di tali inclinazioni è correlata ai premi al rischio.

CONSIDERAZIONI SUI RISCHI

Non vi è alcuna garanzia che l'obiettivo d'investimento del Portafoglio sarà raggiunto. I portafogli sono esposti al rischio di mercato, ovvero alla possibilità che il valore di mercato dei titoli detenuti dal Portafoglio diminuisca e sia conseguentemente inferiore all'importo pagato dall'investitore per acquistarli. Di conseguenza l'investimento in questo Portafoglio può comportare una perdita per l'investitore. Si fa altresì presente che questo Portafoglio può essere esposto ad alcuni rischi aggiuntivi.

I **titoli obbligazionari** sono soggetti alla capacità dell'emittente di rimborsare puntualmente capitale e interessi (rischio di credito), alle variazioni dei tassi d'interesse (rischio di tasso d'interesse), al merito di credito dell'emittente e alle condizioni generali di liquidità del mercato (rischio di mercato). Nell'attuale contesto di tassi d'interesse crescenti, i corsi obbligazionari possono calare e dar luogo a periodi di volatilità e a maggiori richieste di rimborso. I **titoli a più lungo termine** possono essere maggiormente sensibili alle variazioni dei tassi d'interesse. In un contesto di discesa dei tassi d'interesse, il portafoglio potrebbe generare un reddito inferiore. I **titoli garantiti da ipoteche e collaterale** sono esposti al rischio di rimborso anticipato e a un più elevato rischio d'insolvenza e possono essere difficili da valutare e vendere (rischio di liquidità). Essi sono altresì soggetti ai rischi di credito, di mercato e di tasso d'interesse. Determinati **titoli di Stato americani** acquistati dalla Strategia, come quelli emessi da Fannie Mae e Freddie Mac, non sono garantiti dal "full faith and credit" (piena fiducia e credito) degli Stati Uniti. È possibile che in futuro questi emittenti non dispongano dei fondi per onorare i propri obblighi di pagamento. Le **obbligazioni high yield (dette anche "junk bonds")** sono titoli con rating inferiori che possono comportare livelli più elevati di rischio di credito e di liquidità. I **prestiti bancari quotati** sono soggetti al rischio di liquidità e ai rischi di credito tipici dei titoli con rating inferiori. I **titoli esteri** sono soggetti a rischi di cambio, politici, economici e di mercato. I rischi associati agli investimenti nei **Paesi Emergenti** sono maggiori di quelli associati agli investimenti nei Paesi Sviluppati esteri. I **titoli di debito sovrani** sono soggetti al rischio di insolvenza. Gli **strumenti derivati** possono amplificare le perdite in maniera sproporzionata e incidere materialmente sulla performance. Inoltre possono essere soggetti a rischi di controparte, di liquidità, di valutazione, di correlazione e di mercato. I **titoli vincolati e illiquidi** possono essere più difficili da vendere e valutare rispetto a quelli quotati in borsa (rischio di liquidità).

INFORMAZIONI IMPORTANTI

La performance passata non è garanzia di risultati futuri. I rendimenti di cui si parla nel commento sono quelli degli indici di riferimento e non intendono rappresentare la performance di alcun investimento specifico.

Le opinioni, previsioni e stime espresse sono quelle dell'autore o del team d'investimento alla data di redazione del presente materiale e possono variare in qualsiasi momento in virtù di cambiamenti delle condizioni di mercato, economiche o di altra natura. Inoltre, le opinioni non saranno aggiornate né altrimenti riviste per riflettere informazioni resesi disponibili in seguito, circostanze esistenti o modifiche verificatesi dopo la data di pubblicazione. Le opinioni espresse non riflettono i giudizi di tutti i gestori di portafoglio di Morgan Stanley Investment Management (MSIM) né le opinioni dell'azienda nel suo complesso e potrebbero non trovare riscontro in tutte le strategie e in tutti i prodotti offerti dalla Società.

Le previsioni e/o stime fornite sono soggette a variazioni e potrebbero non realizzarsi. Le informazioni concernenti i rendimenti attesi e le prospettive di mercato si basano sulla ricerca, sull'analisi e sulle opinioni degli autori. Tali conclusioni sono di natura speculativa e non intendono prevedere la performance futura di alcun prodotto specifico di Morgan Stanley Investment Management.

Alcune delle informazioni ivi contenute si basano sui dati ottenuti da fonti terze considerate affidabili. Ciò nonostante non abbiamo verificato tali informazioni e non rilasciamo dichiarazione alcuna circa la loro correttezza o completezza.

Il presente documento è da intendersi come una comunicazione generale non imparziale; tutte le informazioni fornite hanno esclusivamente scopo informativo e non costituiscono un'offerta o una raccomandazione all'acquisto o alla vendita di valori mobiliari o all'adozione di una specifica strategia d'investimento. Le informazioni ivi contenute non tengono conto delle circostanze personali del singolo investitore e non rappresentano una consulenza d'investimento, né vanno in alcun modo interpretate quale consulenza fiscale, contabile, legale o normativa. A tal fine, nonché per conoscere le implicazioni fiscali di eventuali investimenti, si raccomanda agli investitori di rivolgersi a consulenti legali e finanziari indipendenti prima di prendere qualsiasi decisione d'investimento.

La presente pubblicazione non è stata redatta dal Dipartimento di ricerca di Morgan Stanley e non è da intendersi quale raccomandazione di ricerca. Le informazioni contenute in questa pubblicazione non sono state predisposte

in conformità a requisiti di legge finalizzati a promuovere l'indipendenza della ricerca in materia di investimenti e non sono soggette ad alcun divieto di negoziazione prima della diffusione dei risultati di tali ricerche.

DISTRIBUZIONE

Il presente documento è destinato e sarà distribuito solo ai soggetti residenti nelle giurisdizioni in cui la sua distribuzione o disponibilità non siano vietate dalle leggi locali e dalle normative vigenti.

Poiché non è possibile garantire che le strategie d'investimento risultino efficaci in tutte le condizioni di mercato, ciascun investitore dovrebbe valutare la propria capacità di mantenere l'investimento nel lungo termine e in particolare durante le fasi di ribasso dei mercati. Prima di investire, si raccomanda agli investitori di esaminare attentamente i documenti d'offerta relativi alla strategia/al prodotto. Vi sono importanti differenze nel modo in cui la strategia viene realizzata nei singoli veicoli d'investimento.

Regno Unito – Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra. N. di registrazione: 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA. **Dubai** – Morgan Stanley Investment Management Limited (Representative Office, Unit Precinct 3-7th Floor-Unit 701 and 702, Level 7, Gate Precinct Building 3, Dubai International Financial Centre, Dubai, 506501, Emirati Arabi Uniti. Telefono: +97 (0)14 709 7158). **Germania** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Niederlassung Deutschland Junghofstrasse 13-15 6031 Francoforte, Germania (Gattung: Zweigniederlassung (FDI) gem. § 53b KWG). **Italia** – Morgan Stanley Investment Management Limited, Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited, una società registrata nel Regno Unito, autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority (FCA), e con sede legale a 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA. Morgan Stanley Investment Management Limited Milan Branch (Sede Secondaria di Milano) con sede in Palazzo Serbelloni, Corso Venezia 16, 20121 Milano, Italia, registrata in Italia con codice fiscale e P. IVA 08829360968. **Paesi Bassi** – Morgan Stanley Investment Management, Rembrandt Tower, 11th Floor Amstelplein 11096HA, Paesi Bassi. Telefono: 31-0-462-1300. Morgan Stanley Investment Management è una filiale di Morgan Stanley Investment Management Limited. Morgan Stanley Investment Management Limited è autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority nel Regno Unito. **Svizzera** – Morgan Stanley & Co. International plc, London, filiale di Zurigo, autorizzata e regolamentata dalla Eidgenössische

Finanzmarktaufsicht ("FINMA"). Registrata per il Registro di commercio di Zurigo CHE-115.415.770. Sede legale: Beethovenstrasse 33, 8002 Zurigo, Svizzera, telefono +41(0) 44 588 1000. Fax: +41(0)44 588 1074.

Hong Kong – Il presente documento è stato pubblicato da Morgan Stanley Asia Limited per essere utilizzato a Hong Kong e reso disponibile esclusivamente ai "professional investor" (investitori professionali) ai sensi delle definizioni contenute nella Securities and Futures Ordinance di Hong Kong (Cap 571). Il suo contenuto non è stato verificato o approvato da alcuna autorità di vigilanza, ivi compresa la Securities and Futures Commission di Hong Kong. Di conseguenza, fatte salve le esenzioni eventualmente previste dalle leggi applicabili, questo documento non può essere pubblicato, diffuso, distribuito, indirizzato o reso disponibile al pubblico a Hong Kong. **Singapore** – Il presente documento non deve essere considerato come un invito a sottoscrivere o ad acquistare, direttamente o indirettamente, destinato al pubblico o a qualsiasi soggetto di Singapore che non sia (i) un "institutional investor" ai sensi della Section 304 del Securities and Futures Act, Chapter 289 di Singapore ("SFA"), (ii) una "relevant person" (che comprende un investitore accreditato) ai sensi della Section 305 dell'SFA, fermo restando che anche in questi casi la distribuzione viene effettuata nel rispetto delle condizioni specificate dalla Section 305 dell'SFA o (iii) altri soggetti, in conformità e nel rispetto delle condizioni di qualsiasi altra disposizione applicabile emanata dalla SFA. **Australia** – La presente pubblicazione è diffusa in Australia da Morgan Stanley Investment Management (Australia) Pty Limited ACN: 122040037, AFSL n. 314182, che si assume la responsabilità del relativo contenuto. Questa pubblicazione e l'accesso alla stessa sono destinati unicamente ai "wholesale client" conformemente alla definizione dell'Australian Corporations Act.

Giappone – Il presente documento è destinato ai soli investitori professionali e viene diffuso o distribuito unicamente a scopi informativi. Per i destinatari che non siano investitori professionali, il presente documento viene fornito in relazione alle attività di Morgan Stanley Investment Management (Japan) Co., Ltd. ("MSIM") concernenti i mandati di gestione discrezionale degli investimenti ("IMA") e i mandati di consulenza di investimento ("IAA") e non costituisce una raccomandazione o sollecitazione di transazioni o offerte relative a uno strumento finanziario specifico. In base ai mandati discrezionali di gestione degli investimenti, il cliente stabilisce le politiche di gestione di base in anticipo e incarica MSIM di prendere tutte le decisioni di investimento sulla base di un'analisi del valore, ecc., dei titoli e MSIM accetta tale incarico. Il cliente delega a MSIM i poteri necessari per effettuare gli investimenti. MSIM esercita tali poteri delegati sulla base delle decisioni d'investimento prese da MSIM e il cliente non impartisce istruzioni individuali.

Tutti gli utili e le perdite degli investimenti spettano ai clienti; il capitale iniziale non è garantito. Si raccomanda di valutare gli obiettivi d'investimento e le tipologie di rischio prima di effettuare un investimento. La commissione applicabile ai mandati di gestione discrezionali o di consulenza d'investimento si basa sul valore degli attivi in questione moltiplicato per una determinata aliquota (il limite massimo è il 2,16% annuo (inclusivo d'imposta)), calcolata proporzionalmente alla durata del periodo contrattuale. Alcune strategie sono soggette a una commissione condizionata (contingency fee) in aggiunta a quella sopra menzionata. Potrebbero essere applicati altri oneri indiretti, come ad esempio le commissioni di intermediazione per l'acquisto di titoli inglobati in altri strumenti. Poiché questi oneri e spese variano a seconda delle condizioni contrattuali e di altri fattori, MSIM non è in grado di illustrare in anticipo aliquote, limiti massimi ecc. Si raccomanda a tutti i clienti di leggere attentamente la documentazione fornita in vista della stipula del contratto

prima di sottoscrivere un contratto. Il presente documento è distribuito in Giappone da MSIM, n. registrazione 410 (Director of Kanto Local Finance Bureau (Financial Instruments Firms)), aderente a: The Investment Trusts Association, Giappone, the Japan Investment Advisers Association e Type II Financial Instruments Firms Association.

Stati Uniti – I conti a gestione separata potrebbero non essere adatti a tutti gli investitori. I conti separati gestiti in base alla Strategia illustrata comprendono diversi valori mobiliari e potrebbero non replicare la performance di un indice. Si raccomanda di valutare attentamente gli obiettivi d'investimento, i rischi e i costi della Strategia prima di effettuare un investimento. È richiesto un livello patrimoniale minimo. Il modulo ADV, Parte 2, contiene informazioni importanti sul gestore.

Prima di investire si raccomanda di valutare attentamente l'obiettivo di investimento, i rischi, le commissioni e le spese del comparto. Il prospetto contiene queste e altre informazioni sul comparto. La copia del prospetto può essere scaricata dal sito morganstanley.com/im o richiesta telefonando al numero 1-800-548-7786. Si prega di leggere attentamente il prospetto prima di investire.

Morgan Stanley Distribution, Inc. è il distributore dei comparti Morgan Stanley.

NON GARANTITO DALLA FDIC | PRIVO DI GARANZIA BANCARIA | RISCHIO DI PERDITA DEL CAPITALE | NON GARANTITO DA ALCUN ENTE FEDERALE | NON È UN DEPOSITO

NOTA INFORMATIVA

EMEA – La presente comunicazione è stata pubblicata da Morgan Stanley Investment Management Limited ("MSIM"). Società autorizzata e regolamentata dalla Financial Conduct Authority. Registrata in Inghilterra al n. 1981121. Sede legale: 25 Cabot Square, Canary Wharf, Londra E14 4QA.

Gli indici non sono gestiti e non includono spese, commissioni o oneri di vendita. Non è possibile investire direttamente in un indice. Tutti gli indici cui si fa riferimento nel presente documento sono proprietà intellettuale (inclusi i marchi commerciali registrati) dei rispettivi licenziati. Eventuali prodotti basati su un indice non sono in alcun modo sponsorizzati, approvati, venduti o promossi dal rispettivo licenziante e il licenziante declina ogni responsabilità in merito.

MSIM non ha autorizzato gli intermediari finanziari a utilizzare e distribuire il presente documento, a meno che tale utilizzo e distribuzione avvengano in conformità alle leggi e normative vigenti. Inoltre, gli intermediari finanziari sono tenuti ad assicurarsi che le informazioni contenute nel presente documento siano adatte ai soggetti a cui trasmettono il presente documento alla luce delle circostanze e degli obiettivi di costoro. MSIM non può essere ritenuta responsabile e declina ogni responsabilità in merito all'utilizzo proprio o improprio del presente documento da parte degli intermediari finanziari.

Il presente documento potrebbe essere stato tradotto in altre lingue. La versione originale in lingua inglese è quella definitiva. In caso di discrepanze tra la versione inglese e quella in altre lingue del presente documento, farà fede la versione inglese.

Il presente documento non può essere riprodotto, copiato o trasmesso, integralmente o in parte, e i suoi contenuti non possono essere divulgati a terzi, senza l'esplicito consenso scritto di MSIM.

Morgan Stanley Investment Management è la divisione di asset management di Morgan Stanley.

Tutte le informazioni di cui al presente documento sono informazioni proprietarie tutelate dalla legge sul diritto d'autore..

Visitate il nostro nuovo sito all'indirizzo www.morganstanley.com/im