

21 Novembre 2017

Traduzione in italiano del «Global Macro Thoughts» del 20/11/2017  
di Pierre Olivier Befly, Chief Economist di Exane BNP Paribas

## Le fonti della deflazione

### PUNTI CHIAVE:

- *Gli ultimi dati pubblicati da Moody's mostrano un ribasso costante dei tassi di default corporate negli Stati Uniti*
- *Il rallentamento dell'economia cinese è diventato motivo di preoccupazioni crescenti*
- *Le previsioni sull'inflazione dovrebbero essere sensibili anche al prezzo del petrolio e alla riforma fiscale statunitense*



Pierre Olivier Befly,  
Chief Economist Exane BNP Paribas

“La scorsa settimana abbiamo assistito a una correzione del mercato azionario globale.

**Come ho scritto la scorsa settimana, bisogna guardare con attenzione alla dimensione e alla sostenibilità delle vendite sul mercato del debito corporate statunitense.** Segnali per ora rassicuranti vengono dal tasso di default corporate a 12 mesi per i titoli High Yield a livello globale: secondo i dati pubblicati da Moody's, questo tasso ha segnato un ribasso per il nono mese consecutivo (-17 bp nel mese di ottobre). Una recessione statunitense porterebbe, a livello globale, maggiori pressioni al ribasso sui prezzi ed un inasprimento delle condizioni finanziarie. Considerato che il mercato corporate statunitense è caratterizzato da un elevato livello di debito e potrebbe soffrire la scarsa liquidità, è importante continuare a monitorare il mercato del debito. Tuttavia, riceviamo molte domande anche su altri indicatori, che segnalerebbero o un'ulteriore correzione o un possibile rimbalzo.

Nel suo libro cult "Anatomy of the bear", Russel Napier spiega in maniera molto efficace come la Cina possa diventare un'altra fonte importante di deflazione. Ho il presentimento che, in Cina, il recente rallentamento dell'economia e il moderato restringimento del mercato obbligazionario siano diventati motivo di preoccupazioni crescenti. **La nostra economista cinese, Françoise Huang, non prevede significativi cambiamenti da parte delle autorità cinesi riguardo alla strategia nel breve periodo, ma si aspetta supporto costante e relativamente solido alla crescita unito ad un avanzamento graduale delle riforme.** Detto ciò, i mercati potrebbero diventare particolarmente sensibili a segnali di rallentamento o ad ogni notizia di un moderato inasprimento delle condizioni economiche cinesi.

Anche il prezzo del petrolio rappresenta un driver chiave dell'inflazione globale. Negli ultimi due mesi, la crescita dei prezzi del greggio ha sorpreso il mercato ed il loro recente ribasso potrebbe avvalorare la view del nostro oil team, secondo il quale il prezzo del petrolio è aumentato in misura eccessiva e troppo velocemente. Nonostante a fine anno, con tutta probabilità, i settori minerario ed energetico avranno

contribuito per almeno la metà dell'incremento della produzione industriale statunitense per il 2017, e la produzione di shale oil sia già tornata a livelli massimi, è sorprendente constatare come le piattaforme petrolifere statunitensi non abbiano ancora reagito alla crescita del prezzo del petrolio. Le compagnie statunitensi specializzate nella produzione dello shale oil sembrano focalizzate più sui rendimenti che sui volumi: ciò spiegherebbe perché i default continuino a diminuire nel settore. Di conseguenza, **anche se noi dubitiamo che un ulteriore aumento dei prezzi del petrolio sia sostenibile su un orizzonte temporale esteso, tali prezzi potrebbero comunque aumentare nel breve periodo.**

Passando alla riforma fiscale statunitense, il suo processo di approvazione sembra procedere: **la scorsa settimana i rappresentanti repubblicani hanno approvato la legge sulla riforma fiscale da loro proposta, il che rappresenta il primo passo importante dell'intero processo.** L'ostacolo maggiore sarà con molta probabilità il Senato, dove i Repubblicani hanno una maggioranza di soli due senatori. Le differenti versioni della riforma fiscale dovranno essere accorpate, e ciò implica ulteriori e difficili negoziazioni. A nostro parere, date le pressioni politiche per ottenere i risultati prima delle elezioni di metà mandato, il Congresso riuscirà comunque a portare a termine il processo di approvazione del pacchetto fiscale.

In conclusione, il tema della reflazione è passato in secondo piano negli ultimi 10 giorni, con il rafforzamento del Dollaro statunitense e con il trend al ribasso dei rendimenti a livello globale. Tuttavia, dal punto di vista macroeconomico, la crescita globale è prevista rimanere solida e sincronizzata per i prossimi 6 mesi, e sono presenti rischi al rialzo (prezzi del petrolio più elevati, riforma fiscale negli Stati Uniti...). Dai recenti incontri fatti con gli investitori, la sensazione è che questi siano positivi sulle prospettive dei mercati, ma allo stesso tempo non reputino necessario assumersi troppi rischi, dato che la maggioranza ha ottenuto buoni risultati durante l'anno. Di conseguenza, **non è facile capire se la recente correzione sia sostanzialmente terminata, o se ci sia ancora spazio per un suo proseguimento:** allo stato attuale delle cose, il nostro strategist Ian Richards reputa conveniente mantenere cautela.

”

### Contatto:



italian.derivatives@exane.com



+39 02 8963 1705

## Deflation sources

### KEY POINTS:

- *Latest data from Moody's shows a continued decrease in US corporate default rates*
- *The Chinese slowdown has become a source of mounting concern*
- *The inflation outlook will also be sensitive to oil prices and the (likely in our view) US tax reform*



Pierre Olivier Befly,  
Chief Economist Exane BNP Paribas

“ The correction in global equities resumed this week. As I wrote last week, what matters is the size and sustainability of the sell-off in

the US corporate debt market. Reassuringly for now, global trailing 12-month speculative-grade default rate decreased again in October (by 17bp) for the ninth consecutive month, according to Moody's data. A US recession would put significant downward pressure on global prices and tighten global financial conditions. As the US corporate sector is highly leveraged and suffers from limited liquidity, that's why we closely monitor US corporate debt markets. But I have had lots of questions about other indicators to look at, both for a further correction and for signs of a rebound.

Russel Napier explained very well in the cult classic “Anatomy of the bear” how China could be another strong source of deflation. I got the feeling that the recent slowdown of the Chinese economy and the moderate tightening of Chinese bond markets have indeed become a source of rising concern. Our Chinese economist, Françoise Huang, doesn't expect the Chinese authorities to change their strategy much in the short term, but to continue to provide relatively solid support to growth while advancing reforms gradually. That said, markets could be very sensitive to signs of slowdown or any news of moderate tightening in China.

The oil price is also a key driver of global inflation. Oil prices have surprised on the upside over the past two months and the recent decrease may comfort our oil team's view that oil prices have run too far and too early. Although the mining/energy

sector is likely to contribute almost half of the increase in US industrial production this year and US shale oil production is back to previous highs, it is surprising that US oil rigs have not reacted to higher oil prices yet. US shale oil companies seem to focus on returns rather than on volumes, which could explain why defaults continue to decline in the sector. As such, if we doubt higher level of oil prices are sustainable over a multi-year horizon, oil prices may also overshoot in the short term. This would be a positive in the short term in our view

Finally, US tax reform seems to be moving on. House Republicans passed their tax reform bill this week, which is an important first step in the process. The main hurdle is likely to be the Senate, where Republicans have a majority of just two. The different versions of the tax reform will also have to be merged, implying difficult negotiations. Our working assumption remains that, given the political pressure to deliver some results before the mid-term elections, Congress will eventually pass a tax package.

All in all, the reflation theme has been partly unwound over the past 10 days, with USD getting stronger and global yield trending lower. But from a macro standpoint, global growth is solid and synchronised for the coming 6 months and upside risks also exist (higher oil prices, US tax reform...). Given my recent meetings with investors, I have the feeling that they remain positive on markets but don't want to take too much risk as the year has been good so far for many of them. As such, it is difficult to see whether the recent correction is largely over or still has a way to go. Our strategist Ian Richards remains cautious at this stage.

”

Il documento è una comunicazione a carattere promozionale. Questo documento non è stato redatto in conformità alle disposizioni normative volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria. Questo documento può tuttavia costituire una raccomandazione d'investimento ai sensi della regolamentazione “Abus de Marché” n° 596/2014.

Il documento è stato prodotto da Exane Derivatives SNC («Exane Derivatives»). Exane Derivatives, società del gruppo Exane (Exane SA e tutte le sue controllate direttamente e indirettamente), è un'entità autorizzata dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, in qualità di istituto di credito specializzato, fornitore di servizi di investimento, ed è regolata dall'Autorité des Marchés Financiers e dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution. La succursale di Ginevra di Exane Derivatives Paris è autorizzata dall'Autorité Fédérale de Surveillance des Marchés Financiers (FINMA) in qualità di succursale estera di negoziazione di valori mobiliari. Anche la succursale di Milano di Exane Derivatives è autorizzata dall'Autorité de Contrôle Prudentiel et de Résolution, così come dalla Banca d'Italia, a fornire determinati servizi di investimento in regime di libera prestazione. Il documento è una comunicazione a carattere promozionale. Questo documento non è stato redatto in conformità alle disposizioni normative volte a promuovere l'indipendenza dell'analisi finanziaria. Exane Derivatives non è soggetta ad alcun divieto nel trattare gli strumenti finanziari in questione previa diffusione delle comunicazioni.

Il contenuto di questo documento è unicamente a scopo informativo. Tutte le informazioni contenute in questo documento sono state prese da fonti considerate attendibili, seppur non se ne garantisca la veridicità. Questo documento non intende fornire informazioni complete riguardo gli strumenti finanziari, i mercati e i trend descritti. Le opinioni e le altre informazioni presenti in questo documento sono valide alla data in cui sono state prodotte e non saranno necessariamente oggetto di un aggiornamento. Questo documento è fornito esclusivamente a scopo informativo a investitori professionali o a controparti eleggibili. Il contenuto del presente documento informativo non deve essere usato per scopi valutativi e non costituisce in alcun modo un'offerta di acquisto o di vendita dei prodotti finanziari menzionati e non potrà essere considerato come una consulenza d'investimento né una raccomandazione a concludere le operazioni menzionate. Questo documento può tuttavia costituire una raccomandazione d'investimento ai sensi della regolamentazione “Abus de Marché” n° 596/2014. Le dichiarazioni sui conflitti di interesse di Exane Derivatives relativi agli strumenti finanziari interessati dalla presente comunicazione sono disponibili sul sito [www.exane.com/disclosures](http://www.exane.com/disclosures). Le opinioni e le informazioni contenute in questo documento possono contenere elementi provenienti dalla Ricerca del Gruppo Exane e/o dal dipartimento Strutturazione. Pertanto non vi è un autore specifico. I prodotti strutturati non sono appropriati per tutti gli investitori. La negoziazione di questi prodotti implica dei rischi. Le informazioni contenute nel presente documento non prendono in considerazione i bisogni specifici di determinate persone. E' compito del investitore procedere con una propria analisi delle caratteristiche e dei rischi legati alle operazioni, ai prodotti o alle transazioni menzionate in questo documento, facendo eventualmente ricorso ai suoi propri consulenti. Exane Derivatives declina ogni responsabilità per ogni danno o perdita derivante dall'uso di queste informazioni o di una loro parte. I dati finanziari inclusi nel presente documento possono riferirsi a performance passate. Le performance passate non sono un indicatore attendibile delle performance future. Le fluttuazioni nei tassi di cambio valutari possono avere un impatto negativo sul valore, sul prezzo e sui ricavi dei prodotti analizzati in questo documento. Exane Derivatives e/o un'altra società del gruppo Exane possono avere al momento di redazione del documento, o avere avuto, interessi, o posizioni di acquisto e vendita, sugli strumenti finanziari descritti in questo documento, e che Exane Derivatives può in ogni momento comprare o vendere questi strumenti per conto proprio, o per conto di terzi, e può agire, o aver agito, sul mercato o market maker riguardo i titoli menzionati. Inoltre, Exane Derivatives e/o un'altra società del gruppo Exane, può avere, o avere avuto, un rapporto d'affari con le società menzionate, o offrire, o avere offerto, servizi come ad esempio corporate finance, capital markets o altri tipi di servizi. Il contenuto di questo documento non può essere riprodotto, né tutto né in parte, o distribuito a soggetti terzi, senza preventiva autorizzazione di Exane Derivatives. Le persone che dovessero venire in possesso del presente documento sono pregate da Exane Derivatives di informarsi ed rispettare tutte le norme e le regolamentazioni sul possesso e sulla distribuzione di documenti informativi di questo genere.