

25 Luglio 2017

Traduzione in italiano del «Global Macro Thoughts» del 24/07/2017
di Pierre Olivier Befly, Chief Economist di Exane BNP Paribas

La trappola dell'inflazione

PUNTI CHIAVE:

- *Un discorso dovish di Mario Draghi non ha frenato l'euro dall'apprezzarsi ulteriormente contro il dollaro*
- *Questa volta, il taper tantrum potrebbe essere più probabile nel mercato dei cambi che in quello obbligazionario*
- *La liquidità in eccesso ha compresso la volatilità nel mercato dei titoli di Stato mentre l'ha amplificata in quello valutario*



Pierre Olivier Befly,
Chief Economist Exane BNP Paribas

“ Sisifo fu punito a spingere per l'eternità un enorme masso fino alla vetta di una collina per poi vederlo rotolare di nuovo giù a valle. Allo

modo, ogni volta che i banchieri centrali si sentono più sicuri su un possibile restringimento monetario, notizie deludenti li costringono a tornare più prudenti del previsto. In particolare, nonostante abbiano iniettato tantissima liquidità sui mercati e nell'economia, l'inflazione non mostra segnali di recupero verso il loro obiettivo. **Stampare moneta non è abbastanza per innescare un rialzo dell'inflazione in un contesto caratterizzato dall'assenza di pricing power delle aziende, elevata ineguaglianza, deleveraging del settore privato e l'invecchiamento della popolazione.**

La settimana scorsa, Draghi ha provato ad adottare un tono dovish, come atteso dal mercato, ed ammorbidire il messaggio più aggressivo pronunciato in occasione del suo discorso a Sintra. In particolare, **Mario Draghi ha enfatizzato le tre P: Pazienza, Persistenza e Prudenza.** In merito al possibile rientro del QE, il banchiere ha sorpreso il mercato dicendo che tale annuncio potrebbe essere discusso in autunno senza nominare il meeting di settembre come previsto.

In questo contesto, l'Euro ha continuato ad apprezzarsi contro il Dollaro. Dopo aver previsto un rialzo del cambio Euro/Dollaro nel primo semestre, un paio di settimane fa abbiamo aggiornato la nostra stima osservando che il livello attuale sembra elevato. **In particolare, lo spread tra i tassi reali a due anni tra Germania e gli Stati Uniti è al momento totalmente scollegato dall'andamento dell'Euro/Dollaro.**

Divergenza tra il cambio Euro/Dollaro e lo spread tra i tassi reali a due anni tra Germania e Stati Uniti



Fonte: Exane BNP Paribas – Luglio 2017

In verità, la forza del cambio Euro/Dollaro è stata supportata dall'investigazione in corso su Donald Trump da parte del procuratore speciale Robert Mueller sul caso Russiangate. Finora, la nostra previsione sulla correzione dell'Euro/Dollaro si è dimostrata quindi errata: **aldilà del meeting della Fed in programma questa settimana, a causa dell'assenza di importanti eventi politici prima del simposio annuale di Jackson Hole tra il 24 e il 26 agosto, potrebbero mancare i fattori in grado di portare a un deprezzamento dell'euro contro il dollaro nelle prossime settimane.**

Alcuni operatori sono preoccupati per un possibile taper tantrum nell'Eurozona come quello del 2013. Tuttavia, i rendimenti dei titoli di Stato non sono aumentati troppo finora. Anzi, lo spread sull'Italia è addirittura diminuito. **A nostro parere, il tantrum potrebbe avvenire nel mercato dei cambi se l'Euro continua ad apprezzarsi.** Ai livelli attuali, le stime della BCE sull'inflazione sembrano troppo ottimistiche. Nonostante i fondamentali domestici rimangano solidi, **un ulteriore apprezzamento della valuta potrebbe essere nocivo alla crescita dell'Eurozona alla fine dell'anno.** Il tasso di cambio effettivo dell'Euro è già ai livelli massimi dal suo crollo nel 2015 quando la BCE diede inizio al programma di QE. Inoltre, rispetto alla sterlina, l'Euro ha quasi raggiunto i massimi dalla creazione della moneta unica.

Tutto sommato, **le costanti condizioni di sostegno della liquidità hanno compresso la volatilità nel mercato dei titoli di Stato.** Questo fattore è stato particolarmente chiave per la BCE nel prevenire momenti di difficoltà nell'Eurozona. **Tuttavia, l'elevata liquidità a livello globale si sta muovendo da un'area economica a un'altra, alimentando così la volatilità sul mercato dei cambi.** Questa situazione ha portato ad alcune anomalie nel mercato valutario che ha raggiunto livelli non giustificati dai fondamentali di breve termine, così aumentando le difficoltà per i banchieri centrali. A questi livelli, manteniamo la nostra view secondo la quale il cambio Euro/Dollaro dovrebbe essere raggiungere un livello inferiore per la fine dell'anno. Tuttavia, proprio come Sisifo, è dura guardare i mercati muoversi nella direzione opposta a quanto previsto nelle ultime tre settimane. Tale contro-tendenza potrebbe rimanere anche per le prossime settimane. ”

Contatto:



italian.derivatives@exane.com



+39 02 8963 1705

The inflation trap

KEY POINTS:

- A dovish Draghi has not prevented the EURUSD from climbing further
- The taper tantrum may be more likely in FX than sovereign bond markets this time
- Excess liquidity has repressed volatility in sovereign bond markets but amplified it in FX markets



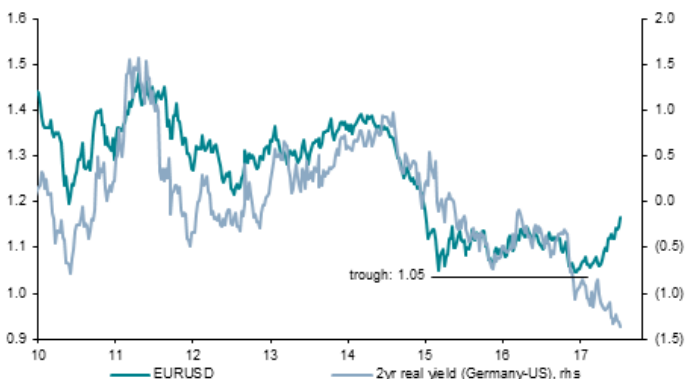
Pierre Olivier Befly,
Chief Economist Exane BNP Paribas

“ Sisyphus was forced to roll an immense boulder up a hill, only to watch it roll back down. Like him, every time central bankers feel confident they can tighten, disappointing news forces them to be more cautious than expected. In particular, despite having flooded the economy and markets with huge amounts of liquidity, inflation is desperately missing on the horizon. Printing money is not enough to significantly raise inflation in an environment featuring lack of corporate pricing power, elevated inequality, private deleveraging and an ageing population. You also need fiscal expansion.

Last week, Draghi tried to sound dovish as expected and backtracked a bit on the reflation message of his Sintra speech. He emphasised three P's: Patience, Persistence and Prudence. One surprise was that it cannot be taken for granted that an announcement on the ECB's asset purchases plans will be forthcoming at the September meeting - Mr Draghi talked about discussions in the 'Autumn'. But we didn't learn much.

In such a context, the EURUSD continued to climb. After having expected the EURUSD to rise in H1, a few weeks ago we estimated that its level looked stretched. In particular, the 2-year real yield spread between Germany and the US is now completely disconnected from the EURUSD.

Disconnection between EURUSD and 2-year real yield spread between Germany and the US



Source: Exane BNP Paribas – July 2017

Admittedly, the strength of the EURUSD has been helped by reports that US special counsel Robert Mueller is expanding his investigation of Donald Trump. But so far we have been wrong in forecasting a cooling of the EURUSD and beyond the Fed this week, with no major policy event until the Jackson Hole Symposium on 24-26 August, there may be a lack of catalysts to bring the EURUSD down over the coming weeks.

Some have been concerned about a 2013-like taper tantrum in the Eurozone. But sovereign yields have not increased much so far. Italian spreads have even been decreasing. The tantrum may be in FX markets if the Euro appreciates further. At current levels, we already see the ECB being overly optimistic on inflation prospects. Despite some solid domestic fundamentals, a further appreciation would also hurt Eurozone growth around the end of the year. The Euro effective exchange rate is already at its highest level since its collapse in 2015 when the ECB started its QE. Against Sterling, the Euro is almost at its record high level since the creation of the single currency.

All in all, persistent supportive liquidity conditions have repressed volatility in sovereign bond markets. This was in particular key for the ECB in order to prevent the Eurozone from collapsing. But the huge amount of global liquidity is now moving from one economic area to another, feeding FX volatility. It also triggers some overshooting of FX markets, beyond what short-term fundamentals would justify. This is therefore an additional difficulty for central bankers. At this stage, we keep our view that the EURUSD should be lower by the end of the year. But like Sisyphus, it has been a tough to watch markets going in the other direction over the past 3 weeks. And it may remain tough over the coming weeks. ”

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. 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.