ALFA
SOCIETÀ DI CONSULENZA FINANZIARIA
ADB, LUPOTTO & ASSOCIATI

Commento ai mercati n. 163 – sabato 17/06/2017
Le decisioni e gli annunci della FED del 14/6. Gli impatti sui rendimenti di medio-lungo periodo.

Mercoledì 14/6 si è svolta la consueta riunione mensile della FED. Nella successiva conferenza stampa oltre alla principale decisione presa sui tassi a breve sono stati toccati alcuni punti importanti.

Sul fronte tassi è stato compiuto un altro piccolo passo in avanti portando il tasso a breve all'1,25% ed è stata ribadita l'intenzione di procedere con tre rialzi nel 2017, questo è il secondo dopo quello di marzo, il terzo è previsto per settembre. Per gli anni futuri sono previsti altri rialzi, ma sulla frequenza e ammontare la FED è rimasta sul vago.

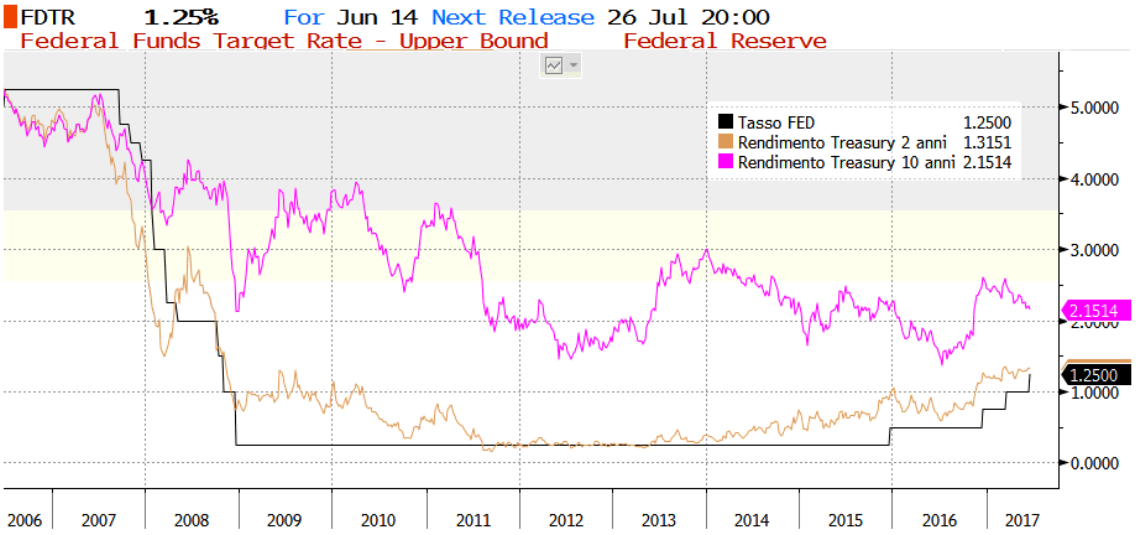
Sono state aggiunte informazioni sul piano di riduzione del bilancio della FED, cioè il percorso inverso rispetto al QE (Quantitative Easing). Nel corso degli ultimi 9 anni la FED ha progressivamente dilatato il proprio bilancio comprando essenzialmente due categorie di titoli: MBS (Mortgage Backed Securities, titoli garantiti da ipoteche su immobili) e titoli di stato USA, immettendo quasi 4 trilioni di dollari di liquidità sul mercato.

Stando a quanto affermato da Janet Yellen in conferenza, la FED prevede una riduzione graduale del bilancio attraverso mancati rinnovi dei Treasury in scadenza per 6 miliardi mensili e dei MBS per 4 mld di USD mensili, per un totale di 120mld annui. Tali soglie possono raggiungere nel tempo l'ammontare mensile di 30mld per i Treasuries e di 20mld per i MBS. Un range molto ampio per giocarsi una certa flessibilità a seconda dell'andamento congiunturale. Infatti la leva dei tassi è sostanzialmente unidirezionale, la FED non può permettersi una volta impostato un piano di incremento dei tassi pensare di invertirlo se non lanciando un messaggio molto negativo ai mercati, mentre il rientro dal QE è più flessibile.

Sul fronte crescita la FED si è mostrata positiva, riconoscendo anche che l'attuale bassissimo livello di disoccupazione (4,3%) è il minimo al di sotto del quale iniziano a farsi sentire le spinte inflazionistiche. Ha infatti definito temporanei i recenti ribassi dell'inflazione, legati ad elementi non ripetibili.

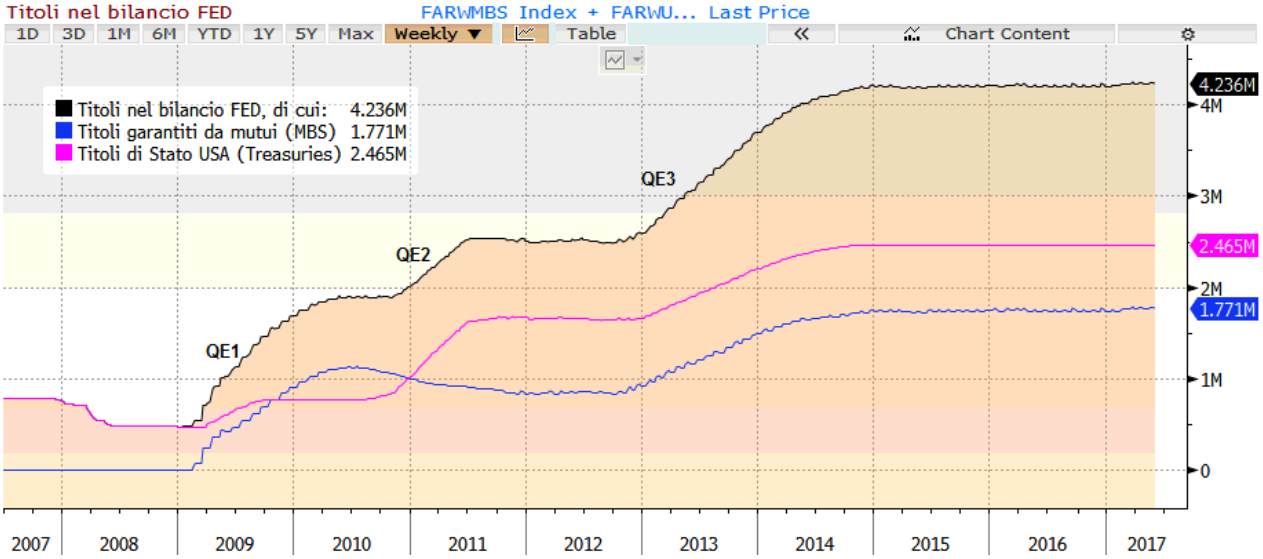
L'approfondimento di oggi è volto a capire quali impatti questi annunci e mosse future della FED possano avere sul rendimento dei titoli di Stato USA a 10 anni, che è un parametro molto importante al quale è agganciato l'andamento di un po' tutto il mercato obbligazionario. Vediamo prima l'impatto del progressivo aumento dei tassi a breve e poi quello della riduzione del QE.

Nel grafico qui sotto (fonte: Bloomberg) mostriamo l'andamento negli ultimi 10 anni del tasso FED e dei rendimenti dei titoli di Stato USA a 2 (linea marrone) e a 10 anni (linea fucsia):

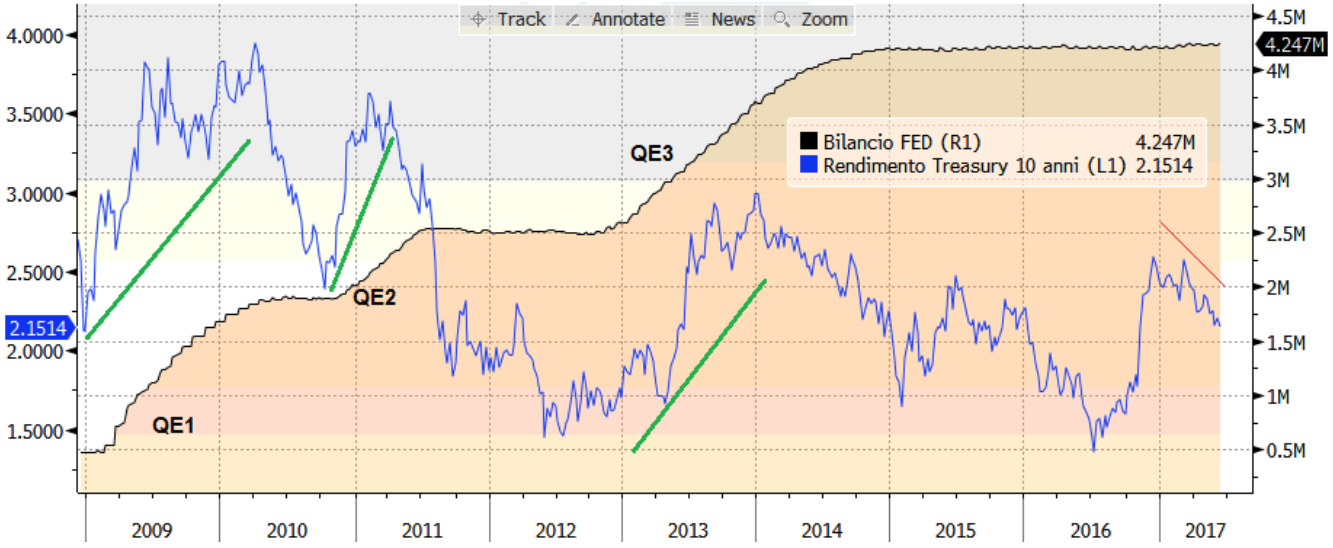


Si può osservare che il rendimento a 2 anni è abbastanza correlato all'andamento del tasso FED, anzi in alcuni momenti è anticipatorio delle future decisioni della FED: particolarmente evidente nel 2007 e a partire dal 2014. Al contrario, il rendimento decennale è del tutto scorrelato dalle decisioni della FED, addirittura da fine 2016 ci sono stati 3 aumenti dei FED FUNDS e il rendimento decennale è andato calando.

Vediamo ora cosa è successo negli ultimi 10 anni con le tre edizioni di QE. Dapprima osserviamo nel seguente grafico (fonte: Bloomberg) come l'espansione del bilancio della FED sia avvenuta nel QE1 prevalentemente con l'acquisto di MBS (ricordiamo che si arrivava da una gravissima crisi del sistema immbiliare americano) mentre nel QE2 e QE3 esclusivamente mediante l'acquisto di titoli del Tesoro USA. Impressionante la crescita da poco più di 500 miliardi a oltre 4 trilioni di dollari:



La logica avrebbe voluto che mentre la FED acquistava imponenti volumi di titoli di stato i prezzi aumentassero e di conseguenza i rendimenti diminuissero. In realtà non è andata esattamente così, in tutte e tre le edizioni del QE non appena la FED ha iniziato ad acquistare in realtà i rendimenti hanno iniziato a salire, e sono dopo tempo sono ridiscesi. Addirittura nel QE3 per l'intero 2013 i rendimenti sono andati in salita mentre la FED acquistava titoli ad un ritmo di 85 miliardi al mese (grafico qui sotto).



Anche recentemente le cose stanno andando contro una apparente logica, in quanto pur nell'aspettativa di un mancato reinvestimento della FED in nuove emissioni, che presumibilmente dovrebbe far salire i rendimenti, al contrario si assiste al movimento opposto.

Anche il dollaro che in teoria dovrebbe avvantaggiarsi da un aumento dei tassi a breve al momento continua a non dare segnali di forza. Questo è in linea con quanto illustrato nel commento numero 159 del 31/1: le politiche protezionistiche di Trump volte a far rientrare dollari dall'estero ancora non sono state adottate e questo mantiene incertezza/debolezza sul biglietto verde; l'adozione di quelle misure contestualmente ad un programma di riduzione del bilancio della FED che andrebbe a drenare dollari dal sistema potrebbe riportare in alto il dollaro assieme ad innescare una crisi dei mercati emergenti.

In conclusione, è bene non dare per scontato che le misura annunciate da Janet Yellen, che peraltro si svilupperanno con lentezza, abbiano un effetto immediato sui rendimenti obbligazionari USA di medio-lungo periodo, che anzi potrebbero mantenersi bassi ancora per un periodo di tempo prolungato.

Le presenti informazioni sono state redatte con la massima perizia possibile in ragione dello stato dell'arte delle conoscenze e delle tecnologie. Il presente documento non è da considerarsi esaustivo ma ha solo scopi informativi. Le informazioni ed ogni altro parere resi nel presente documento sono riferiti alla data di redazione del medesimo e possono essere soggetti a modifiche. ALFA scf S.p.A. non può essere ritenuta responsabile per eventuali danni, derivanti anche da imprecisioni e/o errori, che possano derivare all'utente e/o a terzi dall'uso dei dati contenuti nel presente documento. I pareri espressi da ALFA scf S.p.A. prescindono da qualsiasi valutazione del profilo di rischio e/o di adeguatezza e sono da intendersi come "Ricerche in Materia di Investimenti" ai sensi dell'art. 27 del Regolamento congiunto Consob e Banca Italia del 29 ottobre 2007 redatte a titolo esclusivamente informativo e non costituiscono in alcun modo prestazione di un servizio di consulenza in materia di investimenti, il quale richiede obbligatoriamente un'analisi delle esigenze finanziarie e del profilo di rischio specifici del singolo utente/cliente, né costituiscono un servizio di sollecitazione all'investimento in strumenti finanziari. Nel caso in cui il lettore intenda effettuare qualsiasi operazione è opportuno che non basi le sue scelte esclusivamente sulle informazioni indicate nel presente documento, ma dovrà considerare la rilevanza delle informazioni ai fini delle proprie decisioni, alla luce dei propri obiettivi di investimento, della propria esperienza, delle proprie risorse finanziarie e operative e di qualsiasi altra circostanza

Dati e strumenti di analisi sono quelli della Suite APM (Asset & Portfolio Management) fornita da Analysis spa, delle piattaforme UBS Quotes, Bloomberg e dei software di charting ProRealTime e StockCharts

© RIPRODUZIONE RISERVATA