

Tono da falco della Fed e rialzo dei tassi d'interesse



Kenneth J. TAUBES
CIO of US Investment
Management

- **Politica monetaria:** I mercati finanziari stavano aspettando un atteggiamento “da falco” da parte del FOMC (Comitato monetario della Fed) e la Fed non ha deluso le attese. Come previsto, la Fed ha aumentato l'intervallo di riferimento dei tassi sui Fed Funds di 25 punti base a 1,75% - 2,00%. Inoltre, come segnalato nei verbali del Comitato di maggio, la Fed ha alzato il tasso di interesse sulle riserve in eccesso (IOER) di 20 punti base a 1,95% definendo tale mossa come un “minimo aggiustamento tecnico” in modo che i tassi sui fondi federali possano muoversi nel range obiettivo. Il tetto per la normalizzazione del bilancio aumenterà, come previsto, a 40 miliardi di dollari al mese a partire da luglio.
- **Obbligazioni:** Il Comunicato hawkish del FOMC e la conferenza stampa evidenziano che l'aumento della pressione sui mercati obbligazionari americani potrebbe proseguire. Allo stesso tempo, la Fed potrebbe dover rispondere se la curva dei rendimenti dei titoli di stato dovesse continuare ad appiattirsi. Non crediamo che la Fed voglia una curva dei rendimenti invertita, ma l'aggiunta di un linguaggio “simmetrico” in merito all'inflazione, discusso di seguito, potrebbe aver complicato la situazione.

Tassi federali più vicini al tasso neutrale; riferimento a crescita del PIL e inflazione in miglioramento

Le previsioni dei governatori sull'andamento futuro dei tassi ufficiali – i cosiddetti dots – si sono spostate verso l'alto indica di 25 punti base, aumentando da tre a quattro i rialzi nel 2018, confermando tre aumenti nel 2019 e riducendo a due a uno i rialzi nel 2020. Le stime a più lungo termine restano invariate. Il cambiamento è stato accompagnato da alcune rilevanti modifiche nel Comunicato del FOMC:

- Primo, la Fed ha corretto la sua forward guidance rimuovendo l'espressione caratterizzante l'attuale tasso obiettivo come “destinato a rimanere, per un po' di tempo, al di sotto dei livelli che dovrebbero prevalere nel lungo periodo”. Questo indica che la Fed crede si stia avvicinando al tasso di interesse neutrale, previsto al 2,9% - un livello in cui il PIL segue il trend di crescita e l'inflazione è stabile. È interessante notare che il Presidente della Fed, Jerome Powell, ha indicato nella sua conferenza stampa che la politica fiscale espansiva potrebbe spingere il tasso neutrale in misura modesta.
- Secondo, le previsioni di crescita sono migliorate, riflettendo il momentum dei consumi e le robuste condizioni del mercato del lavoro. Di conseguenza, le proiezioni dei governatori (SEP, Statement of Economic Projections) evidenziano un miglioramento delle previsioni di crescita del PIL per il 2018 da 2,7% a 2,8%, mentre le previsioni sul tasso di disoccupazione per il 2018 sono state ridotte da 3,8% a 3,6%. Inoltre, anche per il 2019 e il 2020, la disoccupazione è prevista in calo di 0,1 punti percentuali.
- Terzo, la Fed ha introdotto il termine “simmetrico” nella sua discussione sull'inflazione, presumibilmente per avvertire i mercati di non reagire a dati sull'inflazione di fondo superiori all'obiettivo a causa dell'aumento del costo del petrolio. La definizione “simmetrico” indica che a una deviazione dell'inflazione, al rialzo o al ribasso, rispetto l'obiettivo della Fed del 2% non seguirà necessariamente un'azione di politica monetaria. La Fed ha rivisto verso l'alto le sue previsioni sull'inflazione da 1,9% a 2,0% per il 2018, lasciandole tuttavia invariate per il 2019 e 2020. Crediamo che la Fed si sia in parte fatta male da sola, perché i mercati hanno reagito appiattendolo la curva dei rendimenti, che è quello che probabilmente non si aspettava.

La Fed è focalizzata sugli Stati Uniti piuttosto che sui rischi internazionali

La Fed è concentrata sugli Stati Uniti e non è preoccupata dall'euro, dall'impatto del governo populista in Italia, o dal rischio di sell-off nei mercati emergenti. Stranamente, il Comitato non

Mentre la Fed sotto la presidenza Yellen aveva considerato i rischi globali a inizio 2016 nella decisione di rinviare l'aumento dei tassi, non è chiaro se i fattori globali avranno un ruolo significativo per l'attuale FOMC.

ha fatto alcun riferimento ai rischi internazionali, come l'aumento della volatilità nei mercati emergenti, e lo scenario politico potenzialmente instabile in Italia. Inoltre, quando pressato sull'impatto delle guerre commerciali sull'economia americana, il Presidente Powell ha sottolineato che il FOMC non ha riscontrato segnali di impatti negativi sulla crescita del Pil americano. Powell ha dichiarato che la politica commerciale è di competenza del Governo e che la Fed non ha alcun impatto su tale politica.

Questo approccio suggerisce che la Fed resta più focalizzata sulle condizioni finanziarie ancora accomodanti negli Stati Uniti e che la volatilità nei mercati finanziari globali, specialmente nei mercati emergenti, rappresenta una ricaduta naturale della normalizzazione globale delle politiche delle banche centrali. Mentre la Fed sotto la presidenza Yellen aveva considerato i rischi globali a inizio 2016 nella decisione di rinviare l'aumento dei tassi, non è chiaro se i fattori globali avranno un ruolo significativo per l'attuale FOMC. Sembra che il Comitato sia focalizzato innanzitutto sulla crescita del Pil americano, che è migliorata notevolmente in risposta ai tagli delle tasse, all'allentamento della regolamentazione, e a maggiori spese governative.

Conferenze stampa mensili con l'obiettivo di aumentare la flessibilità

Il programma della conferenza stampa della Fed è cambiato. Il presidente Powell sta introducendo conferenze stampa mensili a partire da gennaio 2019, indicando una maggiore flessibilità. Questa mossa è molto importante perché implica che ogni riunione sarà in modalità "live". Questo cambiamento spinge i mercati a prezzare potenziali modifiche dei tassi di interesse su base mensile anziché trimestrale, conferendo maggiore flessibilità alla Fed in avvicinamento al livello neutrale del tasso ufficiale.

Previsioni sui mercati

Verso una riduzione della liquidità globale

Secondo la nostra opinione, dovremmo affrontare un periodo di ridotta liquidità globale, avviato dal ridimensionamento del bilancio della Fed e destinato ad accelerare quando la Banca centrale europea (la BCE) concluderà il suo programma di acquisto a fine anno. I rialzi dei tassi di interesse da parte della Fed hanno contribuito, al margine, ad un peggioramento delle condizioni finanziarie, sebbene gli spread delle obbligazioni corporate con minore merito creditizio restino ben al di sotto delle medie di lungo termine. In tale contesto, eventuali timori sulla crescita globale che potrebbero sorgere a seguito di preoccupazioni per un'uscita dell'Italia dall'area euro o di fasi di stress dei mercati emergenti potrebbero avere un impatto negativo più significativo sul *sentiment* degli investitori. Inoltre, stiamo assistendo ad eccessi in alcuni segmenti del mercato del credito, compresi i prestiti bancari e i titoli di società investment grade. Di conseguenza, siamo in generale più cauti circa l'esposizione alle attività a rischio più elevato. Siamo: sempre più prudenti sull'esposizione all'obbligazionario corporate e alle valute dei mercati emergenti, ma più costruttivi sulle attività finanziarie focalizzate negli Stati Uniti USA e sulle attività finanziarie a rischio inferiore, compresi i Treasury, stante la crescita dei rendimenti, e gli MBS emessi sia da agenzie federali che non (Mortgage Backed Securities).

I rendimenti dei Treasury aumenteranno entro fine anno

Entro la fine del 2018, il Treasury decennale potrà scambiare con un rendimento compreso tra il 3% e il 3,5%, ipotizzando un tasso obiettivo dei fed fund del 2,4%. In genere, i decennali possono scambiare a 100 punti base in più rispetto al tasso neutrale dei fed fund. A lungo termine, la Fed stima un tasso neutrale dei fondi federali del 2,875%, ma come ha affermato il Presidente Powell, il FOMC ha stime su un ampio intervallo, dal 2,25% al 3,50%. Tendiamo a privilegiare la fascia più bassa di tale intervallo, quindi riteniamo che il rendimento del Treasury a 10 anni non aumenterà oltre la nostra stima di fine anno 2018.

Investire nel contesto attuale**Posizionamento lungo la curva: duration breve e cautela nel posizionamento sulla curva dei rendimenti**

Per chi investe sul reddito fisso con focus sulle obbligazioni a breve e a medio termine, continuiamo a privilegiare una posizione relativamente breve di duration rispetto agli indici di riferimento. Riteniamo che l'inflazione possa superare le aspettative del mercato. Tuttavia, poiché la Fed ha indicato un percorso più aggressivo di stretta monetaria, e poiché i tassi di interesse si avvicinano ai livelli di neutralità, il mercato ha scontato più di questi movimenti. Pertanto, riteniamo che sia il momento giusto per allungare la duration, mentre, nel complesso, suggeriamo una duration breve verso benchmark. Inoltre, dato il verificarsi di un notevole appiattimento della curva dei rendimenti, riteniamo che gli investitori possano privilegiare un sottopeso più equilibrato lungo la curva dei rendimenti

Posizionamento selettivo sui corporate

Le valutazioni rimangono ben al di sotto delle medie a lungo termine per le obbligazioni ad alto rendimento e i prestiti bancari, mentre le obbligazioni corporate Investment Grade presentano valorizzazioni eque (fair value). In particolare, riteniamo sia necessario investire selettivamente sia sui mercati Investment grade che in quelli dei prestiti bancari, dove abbiamo assistito alla maggior parte degli eccessi di questo ciclo del credito.

Il mercato corporate Investment grade ha registrato una crescita significativa, insieme a un significativo aumento dell'indebitamento: La duration si è allungata anche in questo mercato, con gli emittenti che hanno approfittato dei bassi tassi di interesse a lungo termine e della forte domanda degli investitori *guidati da esigenze di copertura delle passività finanziarie* per le obbligazioni con duration a lungo termine. Il mercato dei prestiti bancari ha quasi raddoppiato le sue dimensioni dalla crisi finanziaria, raggiungendo quasi \$ 1,3 trilioni di dollari, come conseguenza della forte domanda di prestiti obbligazionari collateralizzati (CLO). Di conseguenza, si sono affacciati sul mercato emittenti di qualità inferiore e di minori dimensioni, le clausole di protezione contenute nei contratti si sono ridimensionate in modo significativo e l'indebitamento è cresciuto.

Tra le obbligazioni societarie Investment grade, preferiamo il settore finanziario che è più regolamentato. Le normative limitano il rischio di eventi specifici per il settore, incluse fusioni e acquisizioni, il riacquisto di azioni o dividendi più elevati. Privilegiamo inoltre il settore energetico, in particolare le società che si occupano di attività di midstream (come trasporto e stoccaggio) che beneficiano della forte crescita del PIL statunitense, dell'aumento dei prezzi del petrolio e della maggiore domanda di gasdotti per il trasporto della produzione dai giacimenti statunitensi di shale oil. Nell'ambito dei prestiti bancari preferiamo gli emittenti di qualità superiore con una base patrimoniale maggiore; in assenza di clausole di protezione nei contratti, riteniamo che gli investitori debbano fare affidamento sulla forza sottostante del modello di business e del bilancio della società. Anche nei mercati ad alto rendimento, le valutazioni con rating CCC sono le più diffuse; crediamo che gli investitori dovrebbero cercare la qualità delle società con rating BB e B.

Gli investitori devono essere selettivi sia nel segmento Investment grade che in quello dei prestiti bancari, dove abbiamo assistito alla maggior parte degli eccessi di questo ciclo del credito

Avvertenze

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti, che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute, sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento.

Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria.

Data del primo utilizzo: [18 giugno 2018](#).