



OBBLIGAZIONARI

La lunga strada verso la riduzione del bilancio della Fed

November 17, 2017

Nell'ultimo numero di "[Global Macro Shifts](#)", il team Templeton Global Macro esamina i piani di inizio della riduzione del bilancio della Federal Reserve (Fed) e i potenziali impatti sui mercati finanziari. Il team illustra brevemente il quadro economico globale, per poi esaminare la sfida della normalizzazione delle politiche monetarie, confrontando la serie di aspettative dei mercati che a suo giudizio sono in gioco. Maggiori dettagli nell'[articolo completo](#) sull'argomento.



[Michael Hasenstab, Ph.D.](#)
[Executive Vice President,](#)
[Chief Investment Officer,](#)
[Templeton Global Macro](#)



“La nostra analisi implica che anche se l’attività economica Usa restasse ai livelli attuali e le pressioni inflazionistiche contenute, la riduzione del bilancio della Fed porterà a un innalzamento significativo dei rendimenti obbligazionari”

Michael Hasenstab, CIO
Templeton Global Macro

La Fed ha presentato piani di inizio della riduzione del suo bilancio, le cui dimensioni sono più che quadruplicate dalla crisi finanziaria globale (GFC). L'enorme espansione pluriennale del bilancio della Fed ha avuto un potente effetto riconosciuto sui mercati finanziari, riducendo i rendimenti ed appiattendone la loro curva. Ora gli investitori sembrano comunque prevedere che il processo contrario avrà un impatto scarso, se non nullo.

Non siamo d'accordo. Riteniamo che tre fattori abbiano la capacità di spingere i rendimenti obbligazionari al rialzo e che ciascuno di essi possa essere sufficiente per farli salire ben al di sopra delle attuali attese del mercato; crediamo inoltre che vi siano pochissime probabilità che nessuno di essi si concretizzi.

In primo luogo, a mano a mano che la Fed riduce gli acquisti ed aumenta l'offerta di Treasury USA (UST) per finanziare il continuo deficit fiscale, è necessario che intervengano nuovi acquirenti allo scopo di tenere il mercato degli UST in equilibrio. La nostra analisi dimostra che l'onere ricadrà in misura sproporzionata sugli acquirenti interni, sensibili ai prezzi, come banche, fondi comuni, fondi pensione e società. Affinché aumenti la domanda di questi acquirenti, i prezzi degli UST devono scendere ed i rendimenti salire.

In secondo luogo, la riduzione del bilancio della Fed sarà graduale, per cui nei prossimi anni le riserve eccedenti delle banche rimarranno estremamente elevate. Una ripresa economica ben radicata ed in via di rafforzamento incentiverà sempre più le banche ad aumentare l'offerta di credito e tale tendenza sarà a sua volta supportata dal probabile allentamento dei regolamenti finanziari nel corso del prossimo anno. Sulla scia di una crescita globale più forte e di una maggiore fiducia, la domanda di credito è destinata anch'essa ad aumentare. Ciò sottolinea il rischio di un'accelerazione del credito più rapida del previsto, che potrebbe stimolare ulteriormente la crescita ed incrementare l'inflazione.

In terzo luogo, è improbabile che le pressioni salariali ed a livello di prezzi rimangano contenute mentre l'economia statunitense, una volta neutralizzato interamente il sottoimpiego della capacità produttiva, continua a crescere al di sopra del potenziale, trascinando con sé l'economia globale. A nostro avviso, le tesi secondo le quali le curve Phillips dei prezzi e dei salari^[1] si sono appiattite in modo permanente non sono convincenti. Inoltre, gli andamenti di salari e prezzi hanno una forte componente globale ed è ora probabile che le tendenze inflazionistiche nell'economia globale si rafforzino.

Ipotizzare che nessuno di questi tre fattori entri in gioco sarebbe a nostro giudizio imprudente. A mano a mano che la Fed riduce il proprio bilancio, non ci dovremmo chiedere se i rendimenti saliranno, ma quanto il loro rialzo sarà più rapido e maggiore rispetto alle previsioni del mercato.

Quadro macroeconomico: lo stato dell'economia globale

L'economia globale quest'anno ha assunto una dinamica più forte: si prevede infatti che la crescita del prodotto interno lordo (PIL) globale salirà al 3,6% dal 3,2% del 2016, accelerando poi leggermente nei due anni successivi. ^[2] I paesi produttori di *commodity* hanno beneficiato della stabilizzazione dei prezzi delle materie prime, che ha aiutato Brasile e Russia ad uscire dalla recessione, l'eurozona ha registrato una robusta ripresa ciclica, l'India ha mantenuto un ritmo sostenuto, la Cina dovrebbe conseguire il suo obiettivo del 6,5%-7% e la ripresa statunitense si è dimostrata resiliente.

Gli scambi commerciali globali hanno ripreso a crescere al ritmo annualizzato del 4%-5%, rispetto ad appena l'1% del secondo semestre dello scorso anno e gli utili societari globali sono aumentati, favorendo un rilancio delle spese in conto capitale. I timori di deflazione sono svaniti. Dopo una ripresa lenta ma sostenuta durata otto anni, l'economia globale ha sostanzialmente riparato i danni della GFC e della conseguente grande recessione.

Le nostre prospettive di base prevedono pertanto che la crescita globale proseguirà al ritmo attuale per i prossimi anni, erodendo ulteriormente l'eventuale rimanente sottoutilizzo di capacità produttiva.

Normalizzazione della politica monetaria: sfide e rischi

La ripresa globale è stata consentita dall'enorme supporto fornito costantemente dalle politiche monetarie nelle principali economie avanzate. Negli ultimi otto anni, la Fed ha attuato un esperimento di allentamento monetario senza precedenti, combinando una politica di tassi d'interesse zero con parecchi cicli di allentamento quantitativo (QE), che hanno determinato una massiccia espansione del suo bilancio, le cui dimensioni sono più che quadruplicate tra il 2008 ed il 2014.

I mercati finanziari suppongono che la Fed riuscirà pertanto a normalizzare la politica monetaria in modo graduale e controllato: in particolare, sembrano ipotizzare che crescita salariale ed inflazione si siano stabilizzati ad un livello stabilmente inferiore; che i moltiplicatori monetari e la crescita del credito non accelereranno; che saranno necessari soltanto alcuni altri rialzi dei tassi d'interesse e che una lenta stretta quantitativa (QT) avrà un impatto limitato sui prezzi degli *asset*.

Riteniamo che la probabilità che tutte queste ipotesi si dimostrino corrette sia molto esigua. Crediamo che tre fattori abbiano la capacità di spingere i rendimenti obbligazionari al rialzo e che ciascuno di essi possa essere sufficiente per farli salire ben al di sopra delle attuali attese del mercato:

1. Riduzione del lato delle attività del bilancio della Fed: a mano a mano che la Fed riduce il proprio bilancio, diminuirà in modo significativo la domanda di UST. Poiché il mercato UST deve essere ora in equilibrio, prevediamo che ciò spingerà i rendimenti al rialzo (l'alternativa implicherebbe l'entrata in gioco della domanda latente, ma in tal caso dovremmo assistere ad una pressione ribassista sui rendimenti).
2. Accelerazione della crescita del credito basata sul lato delle passività del bilancio della Fed: alla luce della prospettiva di una crescita più forte e di un probabile allentamento dei regolamenti del settore finanziario, rileviamo un'elevata probabilità che le banche possano cominciare a concedere prestiti liberando le consistenti riserve eccedenti ed alimentando ulteriormente le pressioni macroeconomiche sull'inflazione.
3. Pressioni più forti sul fronte dei salari e dei prezzi alimentate da una ripresa economica sostenuta: riteniamo che il continuo rafforzamento della crescita statunitense e globale alimenterà probabilmente un maggior grado di crescita salariale ed inflazione dei prezzi al consumo. Ciò indurrebbe la Fed ad accelerare il ritmo dei rialzi dei tassi, oppure si tradurrebbe in un premio a termine crescente dovuto al fatto che i mercati si aspettano un'accelerazione dell'inflazione superiore ai ritmi della Fed.

La grande riduzione: diminuzione del bilancio della Fed

L'annullamento del QE segna un importante capitolo della politica economica nel mondo post-GFC. Dal 2008, l'espansione del bilancio della Fed—rispecchiata dal QE nell'eurozona, in Giappone e nel Regno Unito—ha probabilmente rappresentato la forza che ha esercitato il ruolo maggiore nel plasmare il contesto economico globale.

L'impatto della politica della Fed sull'attività economica reale ha essenzialmente determinato un mercato rimbalzo dei prezzi degli *asset* e supportato ampi deficit fiscali in un momento di debolezza della domanda privata interna. Al contempo, il massiccio intervento della Fed sui mercati finanziari ha tuttavia creato sostanziali distorsioni.

Il programma di disinvestimento della Fed introduce livelli massimi per gli UST ed i titoli garantiti da ipoteche (MBS) in scadenza, allo scopo di limitare le dimensioni dei rimborsi mensili (l'importo oltre il livello massimo deve essere reinvestito). Secondo il piano di disinvestimento, i livelli massimi partiranno da 6 miliardi di dollari statunitensi per gli UST e 4 miliardi di dollari statunitensi per i MBS, e salirebbero poi in uguale misura ogni tre mesi fino a raggiungere 30 miliardi di dollari statunitensi per gli UST e 20 miliardi di dollari statunitensi per i MBS (entro ottobre 2018).

Le Figure 1 e 2 presentano un profilo statico degli UST ed MBS, ignorando l'aspetto del reinvestimento. Al fine di generare proiezioni *runoff*, dobbiamo formulare ulteriori ipotesi su come la Fed reinveste gli UST e gli MBS in scadenza e su come si evolvono le altre componenti del lato delle passività del bilancio.[\[3\]](#)

Se tutto va secondo il piano, entro il 2020 la maggior parte della stretta sarà stata attuata. Sebbene la traiettoria effettiva rimanga incerta, il bilancio della Fed è destinato a ridursi di 1,3 trilioni di dollari statunitensi nei prossimi tre anni, con rimborsi di Treasury ed MBS nel 2018–2020 pari rispettivamente ad un totale di 700 e 630 miliardi di dollari statunitensi.

Indipendentemente dal momento di fine, la Fed spera che questa riduzione abbia un impatto scarso, se non nullo.[\[4\]](#) La maggior parte degli analisti delle banche d'investimento sembra concordare e prevede solo un modesto aumento dei rendimenti, con il rendimento degli UST decennali in rialzo di circa 50 punti base.

Stretta quantitativa II: chi acquisterà ciò che non acquista la Fed?

Lo scenario più semplice (e più rapido) sarebbe che il Tesoro riducesse il livello di debito pubblico in circolazione in misura corrispondente: il Tesoro trasferirebbe denaro dal proprio conto di liquidità presso la Fed per coprire il debito in scadenza. Un pari importo sarebbe eliminato da entrambi i lati del bilancio della Fed, che si ridurrebbe dell'importo del debito in scadenza. Tuttavia, questo può accadere soltanto se la posizione della politica fiscale si traduce in un surplus fiscale, consentendo una riduzione del livello di debito. In pratica, nei prossimi anni le emissioni del Tesoro sono destinate ad aumentare sostanzialmente.

Il Tesoro dovrà emettere nuovi titoli per coprire quelli in scadenza (in aggiunta ad altri per finanziare il deficit). I nuovi titoli potrebbero essere acquistati dal pubblico interno o da istituzioni finanziarie interne, oppure da acquirenti esteri.

Consideriamo prima gli acquirenti interni: per essere indotti ad aumentare la domanda di UST, le istituzioni finanziarie ed i privati dovranno essere attirati da un prezzo più basso, ossia da un rendimento più alto. Dal punto di vista di una banca, gli UST non equivalgono a riserve liquide. Gli UST comportano un rischio di *duration* molto più elevato, che una banca difficilmente può ignorare, soprattutto in uno scenario di riduzione.

I sostenitori della teoria dell'eccesso di risparmio globale dicono che entreranno in gioco gli investitori esteri sensibili ai prezzi. I dati tuttavia dimostrano il contrario: la domanda di *asset* percepiti come beni rifugio si è affievolita, sebbene ciò sia stato nascosto dagli effetti del QE nelle principali economie avanzate.

Il nostro modello dimostra pertanto che, anche se la domanda da parte degli acquirenti ufficiali esteri registra una certa ripresa dopo essere stata assente negli ultimi quattro anni, una percentuale decisamente superiore dell'offerta di USD dovrebbe essere assorbita dagli investitori sensibili ai prezzi, inclusi gli acquirenti privati esteri, in particolare investitori nazionali come banche, fondi comuni e fondi pensione. Ciò aumenterebbe in modo significativo la probabilità di marcate reazioni dei rendimenti. Questa transizione potrebbe essere esacerbata da feedback negativi a mano a mano che gli operatori adeguano le previsioni per i tassi d'interesse.^[5] Quest'analisi implica che anche se l'attività economica statunitense mantiene gli attuali livelli scialbi e le pressioni inflazionistiche rimangono contenute, la riduzione della Fed dovrebbe innescare un aumento significativo dei rendimenti obbligazionari.

Figura 1: *Runoff* dei Treasury USA della Fed
agosto 2017–dicembre 2020 (stima)

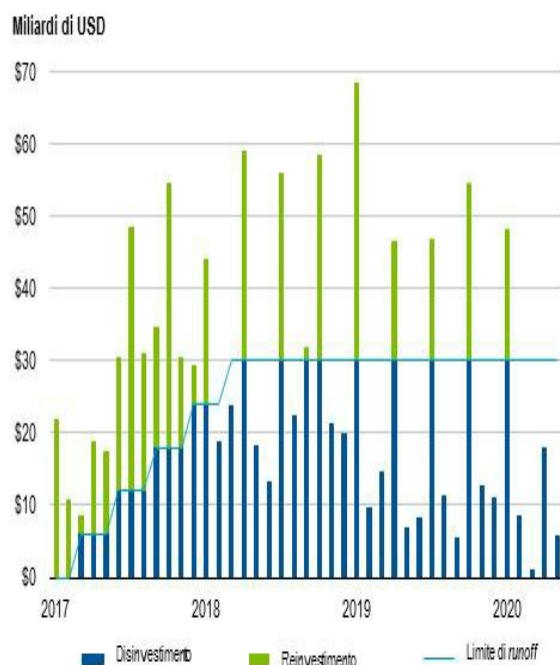
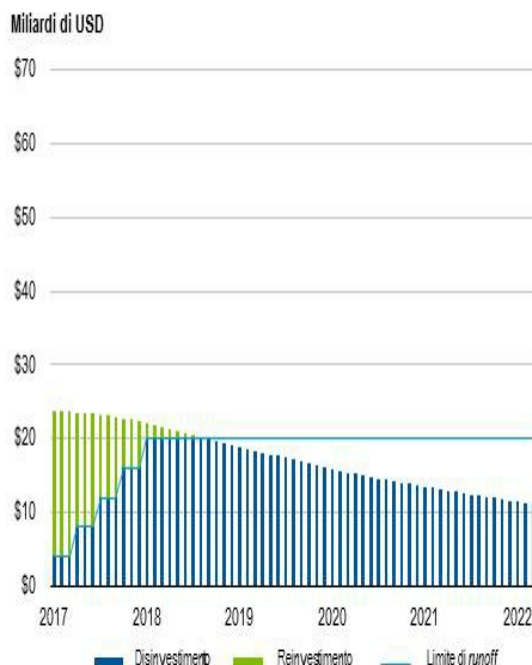


Figura 2: Rimborsi previsti di MDS da parte della Fed
ottobre 2017–dicembre 2022 (stima)



Fonte: Federal Reserve USA. Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.

Il lato delle passività: il ritorno del moltiplicatore monetario

Le discussioni sulla stretta quantitativa tendono a concentrarsi sul lato delle attività del bilancio della Fed. Il lato delle passività del bilancio della Fed ha attirato un'attenzione minore, sebbene nasconda il potenziale rischio di un improvviso *boom* del credito e di un'inflazione più elevata.

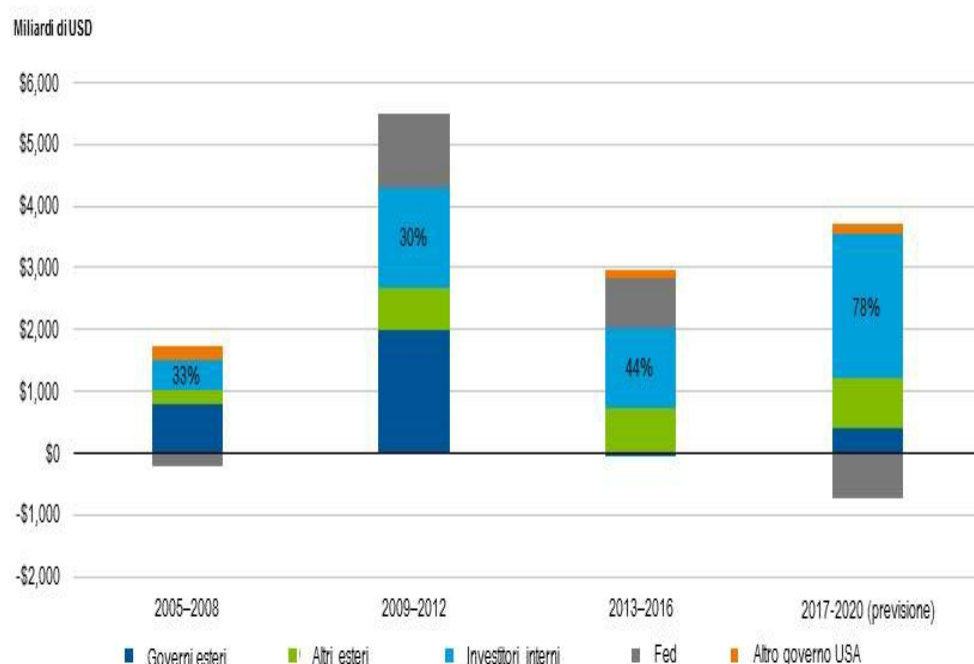
La Fed ha indicato che vuole un processo di riduzione omogeneo e graduale; siccome nei prossimi cinque anni scadrà soltanto circa il 40% degli *asset* della Fed e la banca centrale vuole evitare vendite dirette di *asset*, il ritmo di riduzione del suo bilancio avrà un limite naturale. Le riserve eccedenti rimarranno pertanto estremamente elevate nei prossimi cinque anni.

Una ripresa economica ben radicata potrebbe tradursi in un ritorno del moltiplicatore monetario e della velocità di circolazione della moneta ai loro livelli pre-crisi. La Fed e la maggior parte degli analisti prevedono quindi che la velocità di circolazione della moneta ed il moltiplicatore monetario saliranno a mano a mano che la politica monetaria si normalizza. Ma a nostro giudizio non vi è alcuna garanzia che saliranno esattamente ad un ritmo tale da rendere la QT congruente con un'inflazione stabile o moderatamente più elevata. Così come il calo della velocità di circolazione della moneta ed il moltiplicatore monetario si sono dimostrati più rapidi del previsto durante la GFC, il loro rimbalzo potrebbe essere più veloce del previsto nella fase di ripresa.

Gli investitori privati interni aumenteranno i Treasury USA in portafoglio



Indebitamento netto da parte del pubblico 2005–2020 (previsione)



Fonte: Calcoli effettuati da Templeton Global Macro utilizzando i dati tratti dal Congressional Budget Office, US Bureau of the Fiscal Service, Dipartimento del Tesoro degli Stati Uniti, Federal Reserve.

Non vi è alcuna garanzia che un'eventuale stima, proiezione o previsione si realizzi.

Deregolamentazione

Il Tesoro degli Stati Uniti ha di recente pubblicato una relazione che propone varie modifiche al quadro di regolamentazione del settore finanziario, concernenti tra l'altro requisiti patrimoniali, norme sulla liquidità e *stress test* delle banche. Le modifiche proposte rispecchiano il timore che il rigore delle discipline di regolamentazione post-GFC sia stato eccessivo ed abbia esercitato un impatto negativo sulla crescita del credito, che ha penalizzato soprattutto le piccole e medie imprese e ridotto la crescita economica.

La deregolamentazione finanziaria proposta mira a consentire una crescita del credito più rapida ed un maggiore dinamismo economico. La maggior parte delle modifiche proposte potrebbe essere attuata direttamente dalle agenzie normative pertinenti, senza l'approvazione della nuova legislazione da parte del Congresso. Ciò implica una probabilità piuttosto elevata che la deregolamentazione finanziaria si concretizzi in pratica, anche se l'attuazione richiederà tempo e continuerà nel 2018.

Fattori macroeconomici: crescita dei salari ed enigma dell'inflazione

L'inflazione rimane ampiamente al di sotto degli obiettivi delle banche centrali sia negli Stati Uniti che nell'eurozona ed è rimasta contenuta anche nella maggior parte delle altre economie avanzate, nonostante la ripresa della dinamica dell'attività economica. La bassa inflazione rispecchia in parte la modesta crescita dei salari: negli Stati Uniti, anche se il mercato del lavoro è tornato ai livelli di piena occupazione, al 30 settembre le retribuzioni orarie medie sono aumentate soltanto del 2,9% a/a.

La crescita dei salari ha evidenziato una modestissima risposta alle variazioni del tasso di disoccupazione, determinando un appiattimento della curva salariale di Phillips. Molti economisti attribuiscono quest'effetto a due fattori strutturali:

- Globalizzazione: la graduale integrazione dell'Asia emergente e dell'ex-Unione Sovietica nell'economia globale ha notevolmente aumentato il bacino di manodopera disponibile; di conseguenza, la minaccia di esternalizzazione limita il potere di contrattazione dei lavoratori nelle economie avanzate.
- Tecnologia: i progressi a livello di robotica ed intelligenza artificiale hanno ampliato la gamma di operazioni automatizzabili, comprimendo i salari dei lavoratori con livelli di specializzazione medio-bassi.

Riteniamo tuttavia che quest'interpretazione sia tutt'altro che convincente:

- In primo luogo, se l'automazione avesse un ruolo così importante, ci aspetteremmo una crescita della produttività maggiore e modesti incrementi dell'occupazione, mentre finora abbiamo osservato esattamente l'opposto.
- In secondo luogo, sebbene gli studi accademici indichino che la concorrenza globale (soprattutto cinese) ha causato cali significativi dell'occupazione in campo manifatturiero, l'asse portante dell'occupazione statunitense è costituita dal settore dei servizi e la maggior parte dei posti di lavoro in tale settore dovrebbe ancora essere meno esposta alla concorrenza globale.

Un dibattito simile è emerso a proposito della relazione tra prezzi e sottoimpiego della capacità produttiva, la curva dei prezzi di Phillips. Anche in questo caso vi è stata una convergenza di opinioni su un consensus, secondo il quale la curva dei prezzi di Phillips si è appiattita a causa della combinazione tra miglioramenti tecnologici ed intensificazione della concorrenza globale. Ed **anche in questo caso, riteniamo che i due “pilastri” del consensus debbano essere valutati *cum grano salis*.**

1. Le nuove tecnologie sembrano in effetti aver contribuito a ridurre le pressioni a livello di prezzi, in alcuni casi diminuendo i costi di produzione ma, cosa più importante, aumentando la concorrenza e la trasparenza dei prezzi: si pensi alla capacità dei consumatori di confrontare rapidamente i prezzi sul web. Al contempo, queste tecnologie hanno tuttavia creato una dinamica del tipo “chi vince prende tutto” in parecchi mercati, dove una piattaforma di successo può conquistare un potere quasi monopolistico.
2. La concorrenza globale sembra anch'essa aver contribuito a ridurre le pressioni sul fronte dei prezzi nelle economie avanzate. Ma a mano a mano che i mercati emergenti convergono verso le economie avanzate, quest'impatto si indebolisce: i livelli salariali hanno già cominciato a salire nei grandi mercati emergenti, facendo aumentare i costi di produzione. E poiché l'inflazione tende ad avere una importante componente globale, l'aumento della crescita globale e dell'utilizzo della capacità globale dovrebbe spingere al rialzo le pressioni a livello di prezzi, che a loro volta sono destinate ad incidere sulle tendenze dell'inflazione negli Stati Uniti e nelle altre principali economie avanzate.

Il fatto che negli ultimi due anni i salari e l'inflazione siano rimasti inaspettatamente contenuti, non dovrebbe indurci a ritenere che l'inflazione non possa più ritornare; se non comprendiamo fino in fondo perché la curva di Phillips si sia appiattita, dobbiamo riconoscere il rischio che potrebbe tornare ad irripidirsi.

Conclusione

Sia la Fed che i mercati finanziari sembrano prevedere che la riduzione del bilancio della banca centrale sarà tranquilla, omogenea e con scarso impatto sul mercato. In quest'articolo, abbiamo sostenuto che con ogni probabilità non sarà così. Infatti, soltanto una combinazione estremamente improbabile di eventi potrebbe assicurare una transizione omogenea ed indolore. In particolare, riteniamo che i mercati sottovalutino l'impatto dei rendimenti degli UST.

A mano a mano che la Fed riduce la domanda di UST ed il Tesoro aumenta l'offerta per coprire il deficit fiscale, per attirare nuovi acquirenti è necessario che i prezzi delle obbligazioni scendano ed i rendimenti salgano. Il QE ha ridotto i rendimenti ed il suo annullamento li aumenterà. La nostra conclusione, che gli acquirenti interni sensibili ai prezzi dovranno coprire una percentuale sproporzionata della domanda, rafforza questo punto fondamentale.

Per ridurre il rischio di turbative sui mercati degli *asset*, la Fed prevede di ridurre il bilancio ad un ritmo lento e graduale. Ciò implica tuttavia che nei prossimi anni le riserve eccedenti delle banche rimarranno estremamente elevate. Questo potrebbe alimentare un'improvvisa accelerazione della concessione di prestiti, a mano a mano che l'offerta e la domanda di credito rispondono alle condizioni economiche più forti e la regolamentazione finanziaria si allenta.

Le pressioni sul fronte dei prezzi finora sono rimaste contenute. Ciò potrebbe non durare. I salari dei lavoratori a tempo indeterminato stanno aumentando ad un ritmo robusto; le curve dei salari e dei prezzi di Phillips si sono appiattite, ma le tesi che si siano appiattite *permanentemente* non ci convincono.

Inoltre, le tendenze di salari e prezzi hanno una forte componente globale e la prospettiva globale prefigura una maggiore tensione a livello di utilizzo delle risorse ed una crescita più rapida dei salari e dei prezzi.

Non è necessario che tutte queste forze entrino in gioco, ma affinché le previsioni di mercato siano confermate devono dimostrarsi tutte sbagliate. A nostro giudizio, ciò è estremamente improbabile e sicuramente non è uno scenario in cui investire. Prevediamo che il percorso di riduzione della Fed sarà lungo e potenzialmente turbolento per i mercati.

Per un'analisi ancora più dettagliata dell'argomento, si rimanda alla versione integrale di [Global Macro Shifts](#), una panoramica basata su ricerche sulle economie globali, comprendente analisi ed opinioni del Dr. Michael Hasenstab e di membri senior di Templeton Global Macro. Il Dr. Hasenstab ed il suo team gestiscono le strategie obbligazionarie globali di Templeton, inclusi reddito fisso unconstrained, valute e global macro. Questo team di economisti, formati in alcune delle migliori università del mondo, integra l'analisi macroeconomica globale con un'approfondita ricerca geografica allo scopo di identificare gli squilibri di lungo termine che si traducono in opportunità d'investimento.

Note Informative e Legali

Per un'analisi ancora più dettagliata dell'argomento, si rimanda alla versione integrale di [Global Macro Shifts](#), una panoramica basata su ricerche sulle economie globali, comprendente analisi ed opinioni del Dr. Michael Hasenstab e di membri senior di Templeton Global Macro. Il Dott. Hasenstab ed il suo team gestiscono le strategie obbligazionarie globali di Templeton, inclusi reddito fisso unconstrained, valute e global macro. Questo team di economisti, formati in alcune delle migliori università del mondo, integra l'analisi macroeconomica globale con un'approfondita ricerca geografica allo scopo di identificare gli squilibri di lungo termine che si traducono in opportunità d'investimento.

I commenti, le opinioni e le analisi rappresentano i pareri personali dei gestori degli investimenti ed hanno finalità puramente informative e d'interesse generale e non devono essere considerati come una consulenza individuale in materia di investimenti né come una raccomandazione o sollecitazione ad acquistare, vendere o detenere un titolo o ad adottare qualsiasi strategia di investimento. Non costituiscono una consulenza legale o fiscale. Le informazioni fornite in questo materiale sono rese alla data di pubblicazione, sono soggette a modifiche senza preavviso e non devono essere intese come un'analisi completa di tutti i fatti rilevanti relativi ad un paese, una regione, un mercato od un investimento.

Nella redazione di questo materiale potrebbero essere stati utilizzati dati provenienti da fonti esterne che non sono stati controllati, validati o verificati in modo indipendente da Franklin Templeton Investments ("FTI"). FTI non si assume alcuna responsabilità in ordine a perdite derivanti dall'uso di queste informazioni e la considerazione dei commenti, delle opinioni e delle analisi in questo materiale è a sola discrezione dell'utente. Prodotti, servizi ed informazioni potrebbero non essere disponibili in tutte le giurisdizioni e sono offerti da società affiliate di FTI e/o dai rispettivi distributori come consentito dalle leggi e normative locali. Si invita a rivolgersi al proprio consulente professionale per ulteriori informazioni sulla disponibilità di prodotti e servizi nella propria giurisdizione.

Quali sono i rischi?

Tutti gli investimenti comportano rischi, inclusa la possibile perdita del capitale. Il valore degli investimenti può subire rialzi e ribassi; di conseguenza, gli investitori potrebbero non recuperare l'intero ammontare del proprio investimento. Gli investimenti esteri comportano rischi particolari quali fluttuazioni dei cambi, instabilità economica e sviluppi politici. Gli investimenti nei mercati emergenti, un segmento dei quali è costituito dai mercati di frontiera, implicano rischi più accentuati connessi con gli stessi fattori, oltre a quelli associati alle dimensioni minori dei mercati in questione, ai volumi inferiori di liquidità ed alla mancanza di strutture legali, politiche, economiche e sociali consolidate a supporto dei mercati mobiliari. I rischi associati ai mercati emergenti sono generalmente amplificati nei mercati di frontiera poiché gli elementi summenzionati (oltre a vari fattori quali la maggiore probabilità di estrema volatilità dei prezzi, illiquidità, barriere commerciali e controlli dei cambi) sono di norma meno sviluppati nei mercati di frontiera. I prezzi delle azioni subiscono rialzi e ribassi, talvolta estremamente rapidi e marcati, a causa di fattori che riguardano singole società, particolari industrie o settori o condizioni di mercato generali. I prezzi delle obbligazioni si muovono di norma in direzione opposta a quella dei tassi d'interesse. Di conseguenza, a mano a mano che i prezzi delle obbligazioni detenute in un portafoglio d'investimento si adeguano ad un aumento dei tassi d'interesse, il valore del portafoglio può diminuire.

[1] La curva salariale di Phillips misura la relazione tra la crescita dei salari ed il tasso di disoccupazione, mentre la curva dei prezzi di Phillips misura la relazione tra i prezzi ed il sottoimpiego della capacità produttiva.

[2] Fonte: International Monetary Fund, *World Economic Outlook*, ottobre 2017.

[3] Supponiamo che le partecipazioni di UST ed MBS detenute dalla Fed siano proporzionalmente reinvestite in Treasury. Nel caso degli UST, utilizziamo dati disaggregati per separare le scadenze a metà mese da quelle a fine mese, in considerazione del diverso piano di emissione a tali aste. Nelle aste a metà mese, il 38,6% degli UST reinvestiti è stato incanalato in titoli triennali, mentre nelle aste a fine mese il 29,5% degli UST è stato incanalato in titoli biennali (in base al piano di aste dei Treasury dello scorso anno). Poiché i titoli rimanenti emessi alle aste a metà ed a fine mese hanno durate superiori ai tre anni, non incidono sull'analisi (nell'orizzonte pertinente). Sono state formulate altre ipotesi sul lato delle passività in riferimento alla crescita della moneta, alle riserve richieste ed alla categoria capitale/altre passività per recuperare le riserve eccedenti.

[4] Dalla conferenza stampa di giugno di Janet Yellen: "La mia speranza, e previsione, è che...si tratti di un processo destinato a procedere tranquillamente in sottofondo per vari anni...altrettanto eccitante quanto guardare la vernice che si asciuga."

[5] La BRI ha sottolineato i meccanismi di amplificazione nei mercati finanziari che hanno spinto i rendimenti al ribasso durante il QE. In teoria, queste dinamiche possono facilmente invertirsi. Un esempio di tali meccanismi è illustrato in uno studio sulla gestione del rischio nelle compagnie assicurative tedesche descritto in un articolo della BRI intitolato *"How Much Should We Read into Shifts in Long-Dated Yields"*, Hyun Song Shin, 3/3/17.