

Opinion | 19/05/26

TASSI

USA, i Treasury stanno andando fuori controllo

I Treasury stanno affrontando un periodo di instabilità. Il rendimento dei titoli decennali statunitensi ha raggiunto il 4,6% venerdì scorso. Il driver principale sono i rendimenti reali più elevati. E ci sono ragioni di temere che questa situazione possa essere più strutturale che transitoria.



The big move up in yields in the past week has not come from higher inflation expectations but rather from higher real yields

Treasury, da "ce la faremo" a "ops, forse la situazione ci sta sfuggendo di mano "

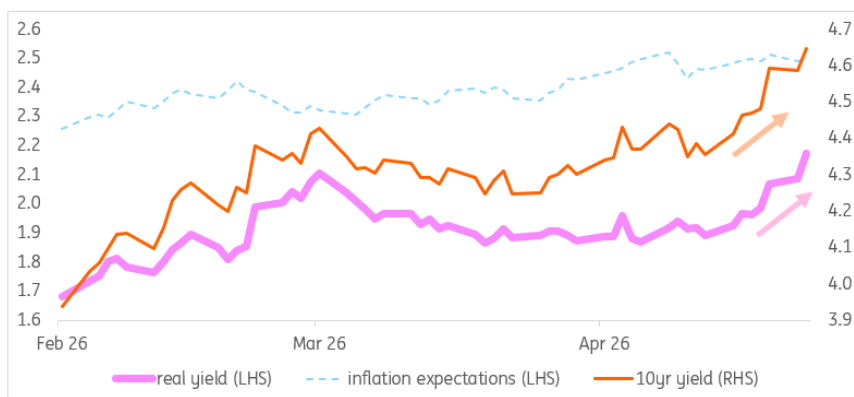
Abbiamo notato il concreto rischio di superamento del 4,75% per il rendimento del decennale americano. La probabilità aumenta dato che nemmeno coi tassi al 4,5% abbiamo visto acquisti significativi. Eppure, il 4,5% è stato a lungo considerato un'opportunità di acquisto quasi imperdibile per il decennale. Ora siamo andati oltre e ci troviamo in un intervallo che gli investitori considererebbero interessante in un'ottica di medio termine. Perché? Perché è agevolmente al di sopra del rendimento medio del 4,25% realizzato dal 1990, un periodo che ci piace utilizzare come riferimento per gli alti e bassi "moderni". Semplice, ma funziona.

Domanda chiave: a quale livello gli investitori decideranno che è il momento di rientrare? Il

problema è che qualsiasi livello specifico comporta rischi, in quanto dipenderebbe dalla durata del blocco dello Stretto di Hormuz, che rimane una grande incognita. Ma in definitiva, la prognosi reale è determinata dalle bizzarrie quotidiane di Trump e dalla leadership iraniana. Finché non ci sarà un accordo effettivo, ogni giorno di stallo lascia il mercato dei titoli del Tesoro in un vuoto privo di riferimenti chiari, che a logica ci sembra l'ambiente adatto a testare rendimenti ancora più elevati. L'impressione è che il mercato abbia atteso la conclusione del vertice USA/Cina. Alla notizia di un non-accordo, i rendimenti dei titoli del Tesoro hanno preso a salire con decisione.

Rendimento dei Treasury a 10 anni dallo scoppio della guerra con l'Iran

Il recente aumento del rendimento a 10 anni è coinciso con un aumento del rendimento reale. Le aspettative di inflazione sono aumentate, ma non sono il driver recente!



Source: ING estimates, Macrobond

La notevole impennata dei rendimenti reali: qual è la spiegazione?

È importante sottolineare che il forte rialzo dei rendimenti della scorsa settimana non è dovuto a maggiori aspettative di inflazione, bensì a rendimenti reali più elevati. Di fatto, praticamente l'intero superamento della soglia del 4,5% per i titoli decennali è stato determinato da rendimenti reali più alti. Prima di allora, non si erano registrate vendite nette significative di titoli del Tesoro. Piuttosto, le aspettative di inflazione erano leggermente aumentate, il che aveva contribuito a far salire i rendimenti dei titoli. Non c'era stata una vendita massiccia, ma solo una revisione dei prezzi. Il venerdì successivo alla conclusione del vertice USA/Cina ha segnato un cambiamento. Quel giorno si sono registrate notevoli vendite nette di titoli del Tesoro, che hanno trascinato al rialzo i rendimenti reali. Tendenza che è diventata lo schema di base.

Il fatto che siano i rendimenti reali a spingere verso l'alto i tassi influisce sulla lettura del

fenomeno. Da un lato, riflettono una crescita economica ancora solida – e noi vediamo un – potenziale - collegamento con la spinta del settore tecnologico. Dall'altro, significa che anche in uno scenario in cui lo stretto di Hormuz riaprisse e vedessimo un'inflazione in calo, i rendimenti potrebbero restare elevati. Al contrario, nel caso di un rallentamento macroeconomico sostanziale potremmo vedere un calo dei rendimenti reali. Tuttavia, a nostro avviso, questo rischio si concretizzerebbe maggiormente qualora lo Stretto non riaprisse, generando maggiore inflazione e, in ultima analisi, una grave ansia sul fronte macro. In tal senso, la riapertura dello Stretto limiterebbe le aspettative di inflazione, ma potrebbe mantenere elevati i rendimenti reali e, in tal caso, i rendimenti dei titoli del Tesoro non crollerebbero come molti prevedono attualmente.

Di conseguenza, un accordo per l'apertura dello Stretto nelle prossime settimane potrebbe certamente smorzare l'aumento dei tassi a breve termine, dato che questi scontano rialzi dei tassi che potrebbero non verificarsi. Anche i tassi a lungo termine diminuirebbero, ma potrebbero rimanere comunque relativamente elevati. I rendimenti reali potrebbero restare alti e le aspettative di inflazione potrebbero rivelarsi rigide (non sono comunque particolarmente alte, al 2,5% per i titoli decennali).

Il nostro scenario di base è messo in discussione, ma ancora valido

Rimane del tutto plausibile che la nostra previsione di metà anno, pari al 4,5%, si verifichi. L'idea è che una risoluzione della questione della chiusura dello Stretto nelle prossime settimane dovrebbe portare a un conseguente rally di sollievo dei titoli di Stato. Anche se a quel punto ci trovassimo nell'area del 4,75% o superiore, il ritorno al 4,5% potrebbe essere rapido.

Potrebbe però rivelarsi difficile scendere significativamente al di sotto di tale livello. Noi lo prevediamo, come conseguenza di un mercato che smette di scontare aumenti dei tassi e di un allentamento della minaccia inflazionistica. Questi fattori potrebbero riportarci nell'area del 4,25% (ma non al di sotto, a nostro avviso).

Ma questo è per il futuro. Per ora, stiamo innegabilmente guardando a una crescita dei rendimenti e restiamo in una tendenza al rialzo. Abbiamo fissato il 4,75% come prossimo punto di riferimento. Lo manteniamo, ma temiamo ancora che non si possa escludere un rischio di rialzo fino al 5% (la nuova no fly zone). Tutto sembra allineato affinché questo scenario si realizzi.

Autore

Padhraic Garvey, CFA

Regional Head of Research, Americas

padhraic.garvey@ing.com

Disclaimer

La presente pubblicazione è stata redatta da ING Bank N.V. ("ING") esclusivamente a scopo informativo, indipendentemente dagli obiettivi di investimento, dalla situazione finanziaria o dai mezzi di un particolare utente. *ING fa parte del Gruppo ING (essendo a tal fine ING Group N.V. e le sue società controllate e affiliate)*. Le informazioni in essa contenute non costituiscono una raccomandazione di investimento né una consulenza in materia di investimenti, legale o fiscale, né un'offerta o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di strumenti finanziari. È ING ha adottato misure ragionevoli per garantire che questa pubblicazione non contenga informazioni false o fuorvianti al momento della sua diffusione, tuttavia ING non garantisce che sia priva di errori o completa ING non si assume alcuna responsabilità per eventuali perdite dirette, indirette o consequenziali derivanti dall'uso di questa pubblicazione. Salvo diversa indicazione, tutte le opinioni, le previsioni o le stime sono esclusivamente quelle dell'autore o degli autori, alla data di pubblicazione e sono soggette a modifiche senza preavviso.

La distribuzione di questa pubblicazione può essere limitata da leggi o regolamenti in diverse giurisdizioni e le persone che ne vengono in possesso devono informarsi e osservare tali restrizioni.

Il copyright e la protezione dei diritti di database sono presenti in questo report ed esso non può essere riprodotto, distribuito o pubblicato da alcuna persona per qualsiasi scopo senza il previo consenso esplicito di ING. Tutti i diritti sono riservati. ING Bank N.V. è autorizzata dalla Banca Centrale Olandese ed è supervisionata dalla Banca Centrale Europea (BCE), dalla Banca Centrale Olandese (DNB) e dall'Autorità Olandese per i Mercati Finanziari (AFM). ING Bank N.V. è costituita nei Paesi Bassi (registro delle imprese n. 33031431 Amsterdam).

Ulteriori chiarimenti sono disponibili su richiesta. Per ulteriori informazioni su ING Group, visitare il sito www.ing.com.