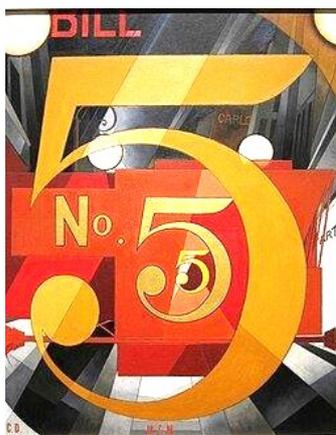


VIVERE VICINI AL 5

Decuplicato in tre anni il rendimento del Treasury decennale



C. Demuth. *I Saw the Figure 5 in Gold*. 1928

Per questa volta abbiamo probabilmente evitato di vedere il decennale americano toccare il 5 per cento. Il dato Adp sull'occupazione, per quanto malamente correlato con quello dell'Employment Report ufficiale, offre un'immagine meno tesa del mercato del lavoro americano e tanto basta al mercato obbligazionario globale per arrestare la spirale negativa degli ultimi giorni e spingere a qualche ricopertura dell'enorme quantità di short (la più alta da sempre sul mercato future) che si era creata sul Treasury.

Adesso si aprono tre scenari.

Nel primo i dati delle prossime settimane confermano il rallentamento. Questo inizialmente viene accolto bene dai mercati, tanto obbligazionari quanto azionari. Per andare dal caldo al freddo si passa infatti per il tiepido, che in questa fase è la condizione preferita.

Se si resta nel tiepido (crescita all'1.5 per cento, 100mila unità al mese di nuovi occupati) la Fed consegue quello che si era proposto. Mantiene per prudenza i tassi sui livelli attuali per sei-nove mesi ma poi ha spazio per tagliarli l'anno prossimo di quei 50 punti base che ha indicato nelle previsioni dell'ultimo Fomc. In questo caso i mercati obbligazionari e azionari possono chiudere l'anno in ripresa e sperare legittimamente in ulteriori recuperi nel 2024.

Se il tiepido è però solo l'anticamera del freddo e l'economia americana raggiunge quella europea, che è già entrata in recessione, solo i bond di qualità hanno spazio per risalire mentre per le borse le prospettive si fanno più grigie.

In alternativa, i segnali di intiepidimento si rivelano effimeri e l'economia americana mantiene intatta la sua forza di fondo. In questo caso il decennale tocca e supera il 5 per cento, la Fed si vede costretta ad alzare ancora i tassi a novembre e riparte la spirale negativa che abbiamo visto in questi giorni, con danni inevitabili anche per le borse.

Il tutto sarà nei prossimi due mesi complicato e reso di più difficile lettura da due fattori. Il primo è lo sciopero del settore dell'auto, che va progressivamente allargandosi. Il secondo è lo shutdown delle attività della pubblica amministrazione, che tornerà in scena a metà novembre e sarà reso meno prevedibile dalle guerre intestine tra i repubblicani che hanno portato alla caduta della terza carica del potere federale, lo Speaker McCarthy.



Scuola fiorentina. Cinque uomini famosi. 1530

In presenza di queste incertezze i mercati manterranno una dose di cautela anche in presenza di uno scenario tiepido per l'economia. I problemi che la caduta degli ultimi giorni ha evidenziato sono infatti strategici e riguardano la crisi fiscale strisciante che si profila in Occidente (e non solo) nei prossimi anni.

La pandemia ha lasciato infatti in eredità una spiccata tendenza all'indisciplina fiscale, in primis negli Stati Uniti. A differenza del mondo post-2008, questa volta non ci sono movimenti come il Tea Party che riescono a esercitare una pressione sui partiti in modo da indurli a contenere le loro pulsioni alla spesa. Il rischio concreto, quindi, è che come nel decennio scorso si è esagerato con un'austerità inutile e dannosa, in questo si esageri nel senso opposto.

Finora l'inflazione ha coperto come la neve questo deterioramento strutturale di conti pubblici, sgonfiando lo stock di debito. Se però l'inflazione cala davvero e se per farla calare la crescita dell'economia viene raffreddata, il debito si impenna rapidamente. E si impenna ancora di più se, oltre all'aumentata spesa per interessi, i disavanzi primari dei vari paesi si mantengono sui livelli attuali.

Questo riduce molto lo spazio di manovra delle banche centrali, che nella loro azione di politica monetaria non devono più tenere conto del solo ciclo economico, ma anche della sostenibilità del debito pubblico. Finora, con un'economia forte e un'inflazione che erodeva il debito, alzare i tassi è stato facile. Da qui in avanti, tuttavia, saranno necessarie scelte dolorose.

Se si abbassano troppo presto i tassi, infatti, in presenza di una forte spesa pubblica l'inflazione può velocemente rialzare la testa. Se però si mantengono alti i tassi, l'economia e i conti pubblici rischiano di indebolirsi troppo.



Jan Lievens. Allegoria dei cinque sensi. 1622

C'è poi da considerare che lo spirito del tempo propende verso il periodico riemergere di una mentalità emergenziale che giustifica l'abbandono della disciplina fiscale. Prima la pandemia, poi la guerra in Ucraina, poi il riarmo generalizzato, poi

transizioni energetiche frettolose e poco efficienti, tutto viene preso come spunto per spendere.

Le politiche monetarie, dal canto loro, in certi momenti assecondano le politiche fiscali finanziandone la spesa (sarebbe eversivo non farlo, diceva il governatore Guido Carli). In altri momenti un po' più tranquilli, come da un anno in qua, cercano di mettere ordine, ma solo fino all'emergenza successiva. La repressione finanziaria, in queste fasi di normalizzazione, viene allentata, ma il rischio all'orizzonte è che prima o poi si ripresenti, probabilmente sotto la forma di un nuovo Quantitative easing che abbassi i tassi (e che però richiederà prima una recessione come giustificazione).

Finché è permesso loro di farlo, come ora, i mercati reclamano tassi reali finalmente positivi. Continueranno a farlo finché sarà loro possibile, perché la destabilizzazione degli ultimi tre anni ha creato una nuova generazione di bond vigilantes e perché questo, per il momento, fa comodo alle banche centrali che vogliono chiudere la fase dell'inflazione. Più avanti, si vedrà.



Henri Matisse. La Danse. 1910

Intanto la fine dell'anno si avvicina e i gestori devono fare le loro ultime scelte prima del consuntivo finale. Nonostante i problemi strutturali di cui abbiamo parlato, crediamo che la pesante correzione azionaria e obbligazionaria sia vicina alla sua conclusione, se non altro per effetto dell'intiepidimento dell'economia, che dovrebbe come minimo stabilizzare i bond.

Un recupero esitante e cauto entro la fine dell'anno è ben possibile, ma sarà comunque saggio approfittarne con moderazione.

Alessandro Fugnoli
Kairos Group Strategist

Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com

