

## AI TEMPI DI STALINGRADO

---

### Quando la Fed mise un limite al rendimento di tutti i bond

---

Aprile 1942. Si combatte in Europa, in Africa, in Asia e nel Pacifico. La Wehrmacht prepara i piani per la conquista del Caucaso. L'obiettivo sono i pozzi petroliferi del Caspio, ma per proteggere l'avanzata viene individuata come necessaria la conquista di Stalingrado.



*Marriner Eccles, governatore della Fed dal 1934 al 1948.*

L'America è in guerra da quattro mesi. Per finanziarla l'amministrazione Roosevelt inizia a fare salire la pressione fiscale, che passerà dal 7 per cento del Pil nel 1941 al 21 per cento alla fine del conflitto. La parte principale del finanziamento avviene però attraverso prestiti di guerra che vengono lanciati sul mercato. Il segretario al Tesoro Morgenthau non vuole fare salire i tassi d'interesse e preme sulla Federal Reserve affinché questa garantisca il successo dei collocamenti. Il governatore Eccles fissa allora un tetto ai rendimenti lungo tutta la curva. Si parte con lo 0.375 dei titoli a tre mesi e si arriva al 2.5 per cento sul long bond.

Per mantenere i rendimenti su questi livelli la banca centrale si impegna a condurre operazioni di mercato aperto (acquisti di titoli) senza limiti di quantità.

Alla fine della guerra questo regime non viene messo in discussione. Liberalizzare i tassi significherebbe farli salire, ma questo danneggerebbe i sottoscrittori dei prestiti di guerra (che vedrebbero scendere il prezzo dei loro bond), costerebbe soldi al Tesoro e favorirebbe le banche, comportando dei costi politici. Sarà solo nel 1951, con il ripristino dell'indipendenza della Fed dal Tesoro, che i tassi riprenderanno libertà di movimento.

In genere i prestiti di guerra sono un pessimo investimento e non andò benissimo nemmeno ai sottoscrittori americani. Una fiammata d'inflazione nel 1946 erose infatti il potere d'acquisto dei bond. La fiammata durò tuttavia solo pochi mesi. La Grande Depressione aveva infatti creato una enorme riserva di capacità produttiva inutilizzata e nemmeno la guerra era

stata in grado di esaurirla tutta e creare un'inflazione strutturale. La pressione fiscale, dal canto suo, aveva depresso la capacità di spesa del settore privato, limitando il pricing power delle imprese. Tra il 1947 e il 1951 capitò addirittura che il long bond trattasse per lunghi periodi al di sotto del 2.50 fissato come tetto dalla Fed.

Oggi le banche centrali preferiscono prefissare la quantità di titoli che acquistano attraverso il Quantitative easing. Non ci sono obiettivi ufficiali di rendimento, se non sulla parte brevissima della curva, e i tassi sono liberi di muoversi. Nulla vieta però che in futuro, in circostanze ancora più difficili delle attuali, si ripristini una sorta di nazionalizzazione completa della curva dei rendimenti.

Che siamo comunque entrati in un mondo artificiale lo conferma il fatto che i rendimenti dei bond continuano a scendere mentre l'inflazione sta salendo. La spiegazione è nel Qe europeo e giapponese che, schiacciando sotto lo zero i rendimenti di quasi tutti i governativi, spinge europei e giapponesi a cercare ossigeno nei bond americani, che ancora offrono qualcosa.

L'inflazione che sale e i rendimenti che scompaiono si traducono in una perdita di potere d'acquisto dei bond, ma gli acquisti delle banche centrali impediscono ai bond di scendere di prezzo e l'obbligazionista, quando esamina il suo estratto conto, non vede perdite nominali e si mette tranquillo.



*La guerra costò 300 miliardi agli Stati Uniti, 200 furono raccolti con i War Bonds.*



*Prestito di guerra americano. 1943.*

Intendiamoci, l'inflazione non sta salendo molto, ma sta salendo. Le banche centrali dichiarano ogni giorno di volerla riportare al 2 per cento e dicono fra le righe che tollereranno volentieri uno sfioramento. Dean Maki, un economista molto serio che si fa vedere poco in giro ma che è famoso per l'accuratezza delle sue previsioni, sostiene che, anche dopo il rallentamento nella creazione di posti di lavoro degli ultimi mesi, la disoccupazione americana avrà il 3 davanti alla virgola all'inizio dell'anno prossimo. In queste condizioni (e con una Fed che trova sempre un motivo, magari perfettamente legittimo, per non alzare i tassi) l'inflazione salariale americana non potrà che accelerare. Tanto o poco non lo sappiamo, ma cominciano a essere più numerose le storie di imprese che non riescono a trovare persone da assumere. L'Europa è ovviamente più indietro, ma è molto probabile che

l'inflazione abbia toccato il minimo grazie al petrolio in ripresa e alla notevole crescita dei salari tedeschi.

A proposito di petrolio, ora che ha riconquistato i 50 dollari i pareri sono molto divisi. Già si notano le prime riaperture di pozzi negli Stati Uniti, ma è presto per dire se l'offerta è davvero pronta a riprendere l'iniziativa. Gary Shilling, un deflazionista d'acciaio che da anni prevede i Treasuries decennali all'uno per cento, ha studiato a fondo il mercato dell'energia e vede come una quasi certezza un ritorno a 10-20 dollari. La sua, come sempre, è una posizione isolata, ma il problema è che fino ad oggi ha avuto sempre ragione. Altri sono meno trancianti, ma non è comunque impossibile che la ripresa dell'inflazione salariale si verifichi anche in presenza di un petrolio che torni a scendere.



*Propaganda di guerra, 1943.*

Come si vede, il quadro generale è molto più fluido di quello che traspare dall'immobilità dei mercati. I rischi, che non sono necessariamente gravi, non sono incorporati nei prezzi grazie al robusto sostegno delle politiche monetarie. Se i mercati non sono più nella condizione di prezzare il rischio, il compito spetta all'investitore finale, che può mitigarlo restando su scadenze obbligazionarie non troppo lontane, mantenendo una quota di cash e puntando sulla solidità delle azioni e dei bond che mantiene in portafoglio.

L'oro, in un contesto di inflazione in crescita e di banche centrali espansive, è un buon investimento e non è un caso che personaggi navigati come Soros o Druckenmiller, che hanno cavalcato molto bene il grande rialzo del 2009-2015, stiano mostrando grande interesse per questo strumento.

Il problema dell'oro, però, è che, a fronte di una domanda in aumento, c'è un'offerta anch'essa in grande crescita che limita il rialzo del prezzo. Per questo, in questa fase, sono più interessanti i titoli delle miniere, che in questi anni hanno tagliato i costi di estrazione e possono così soddisfare con ampi margini la forte domanda degli investitori.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander - 011.5527311). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

