

ERRORI

Perché le previsioni sui tassi sono sempre sbagliate?



Pierre Leguillon. Il museo degli errori.

È un'idea diffusa, giusta o sbagliata che sia, che gli specialisti di bond siano freddi, analitici, asettici, quantitativi, razionali e prudenti. Gli specialisti di azionario sarebbero invece creativi, emotivi, maniaco-depressivi e, come tali portati agli eccessi. Ingegneri in camice bianco da una parte, scapigliati multicolori dall'altra.

È poi un dato di fatto che gli strategist azionari, a parte rare eccezioni, trovano sempre il modo di prevedere rialzi annuali del 5-10 per cento, sia che i tassi salgano (segno di forza) sia che i tassi scendano (grande aiuto per l'economia). Accadde anche all'inizio del 2008 e finì purtroppo come sappiamo.

Meno noto o, meglio, meno commentato è invece il fatto che gli strategist obbligazionari sono sempre ribassisti e prevedono ogni anno tassi più alti di quelli che poi si vedono effettivamente sui mercati. L'ultimo caso clamoroso è proprio sotto i nostri occhi. Come ha osservato nei giorni scorsi il Wall Street Journal, nell'ottobre scorso, in occasione di un sondaggio tra 50 economisti di mercato, la media delle previsioni dava il decennale americano al 3.39 per la fine di giugno 2019. Eccoci a metà giugno e il decennale che vediamo è al 2.11. Come mirare a Marte e finire su Venere.

A discolpa parziale degli strategist obbligazionari si può invocare il fatto che a sbagliare previsioni è stata, per prima, proprio la Fed. E non solo questa volta, ma per tutti gli ultimi dieci e più anni. La Fed dapprima non ha visto arrivare la Grande Recessione e poi ha continuato a pensare che la ripresa successiva avrebbe prodotto più inflazione e tassi più alti di quelli che ci sono stati veramente.

Come si vede, al di là delle differenze di stile vere o presunte, azionario, bond e banche centrali hanno condiviso in questi anni lo stesso scenario di fondo, quello di una ripresa simile a quelle dei decenni precedenti, con un esaurimento graduale dell'output gap, un aumento della pressione salariale e dell'inflazione e quindi dei tassi. Il tutto, nella previsione, senza ipotizzare mai il momento della rottura, ovvero la fine del ciclo. Da qui previsioni

azionarie di eterni rialzi e previsioni obbligazionarie di costanti rialzi dei tassi.



Pierre Leguillon. Il museo degli errori.

Abbiamo già parlato in passato del fallimento della curva di Phillips in questo ciclo. Nonostante la riduzione del numero dei disoccupati la pressione salariale, che secondo i modelli dovrebbe essere oggi molto forte, è in realtà modesta ed è coperta perfettamente dall'aumento della produttività. Nonostante il clamoroso mancato funzionamento, nessuno osa buttare via la curva di Phillips e quasi tutti, incluse le banche centrali, continuano a pensare che un giorno l'inflazione salariale si presenterà all'orizzonte come i Tartari. È un atto di fede che costa caro sia all'economia, che viaggia al di sotto del vero potenziale, sia ai gestori, che si sono tenuti spesso, in questi anni, su duration zero (il cash) o addirittura negativa (al ribasso sui bond).

Un'altra considerazione ha contribuito a mantenere inutilmente prudenti molti gestori obbligazionari, quella per cui al crescere ininterrotto dei disavanzi pubblici e degli stock di debito di molti paesi dovrà per forza accompagnarsi, prima piuttosto che dopo, un aumento dei rendimenti richiesti dal mercato.

In realtà, su questo punto, la casistica dimostra l'assenza di un nesso di causa effetto. È di queste ore il dato sul disavanzo americano dall'inizio dell'anno, che galoppa a briglia sciolta ed è di un terzo superiore a quello dello stesso periodo dell'anno scorso. Malgrado questo, il rendimento del decennale americano è oggi del 2.11, mentre un anno fa era del 2.97 per cento.

Si dirà che un anno è un periodo troppo breve per confronti di questo tipo, ma è indubbio che i rendimenti di oggi sono molto più bassi di quelli di 10, 20 o 30 anni fa, mentre lo stock di debito, sovrano, corporate e privato ha continuato a crescere quasi ovunque e non mostra nessuna intenzione di cambiare tendenza.

L'errore del mercato è stato (ed è) di non rendersi conto che l'aumento del debito induce istintivamente le banche centrali ad abbassare, non ad alzare i tassi reali (e persino i tassi nominali, quando è possibile) e a tollerare un giorno, quando verrà, una maggiore inflazione. Ci sarà un tempo in cui tutto questo finirà male? Probabilmente sì, ma i tempi potrebbero essere ancora lunghi.



Pierre Leguillon. Il museo degli errori.

Detto questo, è probabile che la tendenza alla discesa dei tassi a lungo sia per quest'anno vicina alla fine. Il rallentamento globale della prima metà del

2019, che ha così tanto contribuito al rialzo dei corsi dei bond, dovrebbe essere seguito nella seconda parte dell'anno come minimo da una stabilizzazione e, verosimilmente, da una modesta quanto ormai inattesa ripresa.



Pierre Leguillon. Il museo degli errori.

In particolare, non si ripeterà lo smaltimento delle scorte accumulate nel 2018. In pratica le scorte hanno gonfiato il Pil fino a marzo e ora lo sgonfiano. Quando si saranno stabilizzate il Pil globale riprenderà un po' di colore. Lo smaltimento delle scorte ha infatti accelerato la caduta imponente e diffusa della produzione industriale, che difficilmente continuerà a scendere nei prossimi mesi.

Ora il mercato si aspetta molti tagli dalla Fed e li vuole in fretta. È ben possibile che la Fed fluida e flessibile di Powell conceda molti tagli, ma non con la fretta che pensa il mercato. E non con una borsa così vicina ai massimi.

Reclamare un taglio dicendo che le cose vanno male e festeggiarlo con la borsa quasi ai massimi ricorda la storia yiddish di quel giovanotto insolente che, dopo avere ucciso i genitori per futili motivi, si mette a piagnucolare davanti al giudice “Abbate pietà di un povero orfano”.

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 (kairos@imagebuilding.it). 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.