

## IL PERNO

---

### Tassi, solo tassi, il resto è contorno

---



David Hume (1711-1776).

Qualche anno fa Tyler Vigen, che allora frequentava la prestigiosa Harvard Law School, invece di prepararsi per gli esami si mise a passare il tempo cercando a caso correlazioni tra eventi. Prima di studiare legge, da militare, era stato addestrato nella raccolta e analisi di visual intelligence, in particolare il riconoscimento di forme e immagini in foto scattate da aerei e satelliti. Con l'occhio allenato, riusciva a ricordare tra l'altro l'andamento di grafici anche complicati e a trovare analogie con altri che aveva esaminato in precedenza.

Ecco così spuntare una quasi perfetta sovrapposibilità tra l'andamento della spesa americana per scienza e tecnologia da una parte e il numero di suicidi per impiccagione e autosoffocamento dall'altra. O tra il numero di annegati ogni anno in piscina e il numero di film in cui era apparso Nicolas Cage in quello stesso anno. Per non parlare del numero di divorzi nel Maine, perfettamente correlato al consumo procapite di margarina. Decine e decine di grafici gemelli, insomma, poi raccolti da Vigen in un libro divertente, *Spurious Correlations*, pubblicato nel 2015.

E dunque, come ci viene ripetuto da una lunga tradizione che va da Hume a Nassim Taleb, *correlation is no causation* e le importazioni americane di petrolio dalla Norvegia non sono la causa del numero di automobilisti periti andando a scontrarsi con un treno (o viceversa) anche se il grafico del loro andamento è perfettamente sovrapponibile.

C'è da mettersi le mani nei capelli pensando a quanta parte della ricerca e delle previsioni nelle scienze sociali e nelle scienze dure è basata sulle fragili fondamenta dello studio delle correlazioni. Si pensi solo alla correlazione tra la percentuale di disoccupati e l'inflazione salariale, la famigerata curva di Phillips, da sempre letta come i poveri disoccupati che, trovando un lavoro, provocano effetti terribili come inflazione, rialzi dei tassi, recessioni e crash di borsa. Quanta crescita, quanti posti di lavoro potenziali e quanti soldi siano stati persi da quando la correlazione ha smesso di funzionare una decina di anni fa è stupefacente, ma lo è ancora di più che la curva di Phillips sia ancora alla base dei modelli econometrici di molte banche centrali.

Si dirà che il concetto di causa interessa solo ai metafisici. A tutti gli altri interessa semplicemente sapere che quando c'è A prima o poi si fa vivo anche B. Che poi i rapporti tra A e B siano di causa, di entanglement quantistico o di simpatia sono fatti loro, dopo tutto.

Poichè dunque non possiamo fare a meno delle correlazioni, anche perché altrimenti non ci rimane molto altro da fare, proviamo a vedere quelle che hanno funzionato nell'ultimo anno. Lo scopo dell'esercizio è di vedere che cosa spiega il grande rialzo degli asset finanziari in questi 12 mesi e che cosa, cambiando, potrebbe eventualmente interromperlo (o provocare un ribasso) nel prossimo anno.

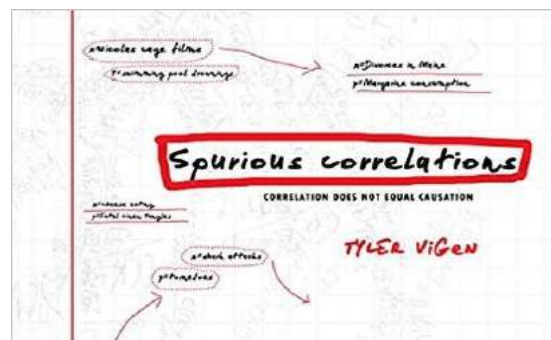


*Tyler Vigen.*

Cominciamo con la crescita economica, seguita ogni giorno da migliaia di economisti di mercato con l'idea che più crescita significa, tra l'altro, buone cose per le borse. Bene, un anno fa a quest'epoca l'economia americana cresceva a una velocità annualizzata del 3 per cento. In questo nostro quarto trimestre 2019, secondo le prime stime della Fed di New York e di quella di Atlanta, ci siamo ridotti all'1 per cento, in continuo calo dall'inizio dell'anno. Quanto a Europa e Asia, la crescita era modesta un anno fa e modesta rimane oggi.

La crescita, dunque, non spiega il rialzo azionario, anche perché, oltre che bassa, è stata al di sotto delle previsioni. Stesso discorso per gli utili per azione, oggi più bassi del 2.4 per cento, in America, rispetto a un anno fa e leggermente più deboli anche in Europa.

Sono allora Brexit e i negoziati tra Cina e Stati Uniti, con i loro alti e bassi e i continui colpi di scena, a spiegare il mercato? Certo, l'andamento nevrotico delle trattative commerciali ha avuto ripercussioni evidenti sulle borse. Nelle fasi di tensione e quasi rottura, come nell'agosto di quest'anno, i mercati sono scesi velocemente, salvo riprendersi con altrettanta rapidità quando le trattative sono riprese. Ogni volta, però, i movimenti legati ai negoziati sono stati dell'ordine del 3-5 per cento, mai di più. In pratica, spiegano solo una piccola parte di quel 31.5 per cento di rialzo vissuto da Wall Street da Natale a oggi.



*T. Vigen. Spurious Correlations. 2015.*

Solo i tassi, dunque, possono spiegare (o giustificare, se preferite) il rialzo monstre di quest'anno. Ricordiamo che un anno fa, in America, era frequente sentire previsioni di tassi sopra il 4 (Jamie Dimon) o addirittura in avvicinamento al 6 (Jeffrey Gundlach). Era la Fed stessa, del resto, a prevedere tre

rialzi tra il 2019 e il 2021. Non bastasse, la Fed era lanciata a grande velocità nel Quantitative Tightening, che avrebbe dovuto terminare nel 2021 prima di essere precipitosamente interrotto e sostituito con un nuovo Quantitative easing un mese fa.

Ricapitolando, non solo i tassi sono scesi di 75 punti base, ma aumenti di altrettanto sono stati cancellati mentre nel resto del mondo, ovviamente, tutti correvano a tagliare i tassi più che potevano e a riprendere il Qe.

Guardando avanti, quindi, la domanda da porsi è prima di tutto sui tassi. È possibile che salgano? No, ci stanno dicendo in coro tutte le banche centrali. Semmai è possibile che scendano, se l'economia mostrerà segni di debolezza. È possibile che venga interrotto il Qe? Niente lo fa pensare.



*Nassim Taleb.*

È chiaro, i tassi nel 2020 non potranno più dimezzarsi (rispetto alle attese) come è successo nel 2019 e la previsione più ragionevole è che rimangano fermi. Con i tassi fermi, basterà una modesta riaccelerazione della crescita e degli utili per lasciare alle borse uno spazio inerziale di rialzo nei primi mesi dell'anno prossimo. La firma probabile di un accordo tra Cina e Stati Uniti darà una spinta ulteriore, anche se è già in gran parte nei prezzi.

Guardando ai rischi, prevalgono quelli di natura esogena. L'equivalente per il 2020 del negoziato tra Cina e America sono le presidenziali. In realtà, dal punto di vista degli utili, le presidenziali contano molto di più. I dazi di Trump sono una tassa che va a pesare su una piccola parte delle imprese americane. I micidiali rialzi di tasse proposti dalla Warren peserebbero sull'intero apparato produttivo. Diamo pure alla Warren solo il 50 per cento di probabilità di conquistare la Casa Bianca, ecco comunque che il danno potenziale per gli utili sarebbe superiore a quello dei dazi.

Ogni giorno, in ogni caso, ha la sua croce e quelle di questa fine anno e dell'inizio del prossimo sembrano ancora piuttosto leggere. Si può ancora, con prudenza, approfittarne.

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](mailto: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.