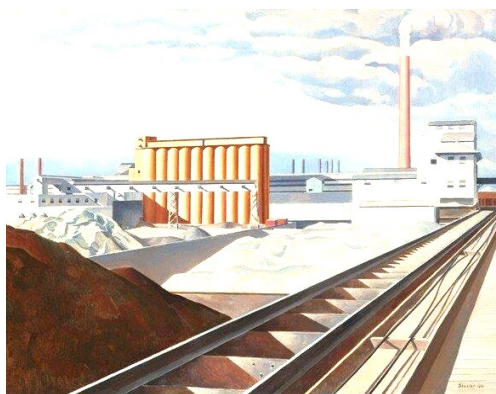


MORS TUA VITA MEA

Tassi ufficiali e tassi percepiti



Charles Sheeler. *Classic Landscape*. 1931

Ce lo ricordiamo tutti. Tra marzo e aprile, quando alcune banche americane furono costrette a chiudere i battenti per insolvenza, il mercato scoprì che anche alcune grandissime banche si erano riempite di titoli obbligazionari con rendimenti molto bassi e avevano quindi perdite significative non ancora realizzate.

Si trattava di acquisti effettuati in prevalenza nel 2021 e nei primi mesi del 2022. Erano per la maggior parte titoli governativi o obbligazioni di buona qualità, con un basso rischio di credito. L'economia era in piena ripresa dopo lo shock della pandemia. C'era stato un avvio di inflazione, ma la Fed e la Bce si mostravano tranquille e spiegavano che la situazione era sotto controllo e che l'inflazione era transitoria e sarebbe rapidamente rientrata.

All'inizio del 2022 i tassi di policy erano ancora a zero e le banche centrali continuavano le loro operazioni di Quantitative easing. Il future dei Fed Funds con scadenza luglio 2023, cioè oggi, chiuse il 4 gennaio a 98.82. Si pensava cioè che il tasso di policy odierno americano, che è al 5.25 per cento, sarebbe invece stato all'1.18 per cento.

Molte banche e assicurazioni, dunque, si riempirono di titoli lunghi che cominciarono a rendere tra l'uno e mezzo e il due per cento. Non erano acquisti dovuti solo a obblighi regolatori. Si pensava infatti di fare un ottimo affare.

Bene, questa è storia nota e ben studiata. Tutti gli analisti di titoli bancari hanno passato al setaccio il portafoglio delle banche, che alla fine hanno immobilizzato i titoli in perdita con la supervisione delle banche centrali.

Meno noto e studiato è il fatto che, se i compratori di titoli hanno fatto un pessimo affare, gli emittenti di questi stessi titoli hanno fatto un affare eccellente. I governi, grazie anche all'inflazione, hanno potuto spendere a

piene mani mantenendo quasi stabile il rapporto tra debito e Pil. Le società emittenti, dal canto loro, hanno approfittato del momento e hanno spesso emesso molti più titoli di quelli che servivano loro nell'immediato, mettendo fieno in cascina.

Così facendo hanno confermato la tesi generale che comprare in emissione non è sempre un buon affare. L'emittente, infatti, è più attento al timing e al prezzo rispetto al compratore, che ha tanti titoli da seguire mentre l'emittente ha solo i suoi. Non a caso, alcuni tesoriери di grandissime società sono diventati delle star nel mercato, che considera il giorno delle loro emissioni come un ottimo momento per vendere.



C. Sheeler. Fugue. 1940

La liquidità in eccesso raccolta in quel periodo è rimasta parcheggiata ed è oggi remunerata a un tasso più che doppio rispetto a quello fissato nei due anni passati. Il risultato, come nota Albert Edwards, è che la spesa per interessi delle società americane è oggi più bassa di un anno fa. D'altra parte, come ha osservato David Zervos, anche i titoli acquistati dalla Fed in quel periodo e che oggi sono tutti in perdita hanno aiutato il sistema, limitando i danni che il rialzo dei tassi normalmente provoca nei portafogli.

Si è insomma verificato un trasferimento di ricchezza dalle banche (e dalla Fed che in ultima istanza le garantisce) alle società emittenti. Questo, insieme al miglioramento delle condizioni finanziarie (borse in rialzo, tassi sui mutui e sui prestiti più bassi rispetto all'autunno scorso), spiega una parte della buona tenuta degli utili delle imprese. Un'altra parte, come è noto, si spiega con il pricing power elevato che ha permesso alle imprese di alzare il prezzo dei loro prodotti anche più di quanto non siano saliti i costi.

Il 12 ottobre 2022, quando l'indice SP 500 chiuse al minimo di 3577, il future dei Fed Funds con scadenza luglio 2023 chiuse a 95.80, stimando quindi il tasso di policy di oggi al 4.20. Molti strategist di grandi case, tra cui i più bravi, stimavano che la borsa avrebbe chiuso il 2023 a 4000 nel migliore dei mondi possibili, ovvero nel caso in cui si fosse riusciti a evitare una recessione.

Oggi il tasso di policy è però al 5.25 e salirà nei prossimi giorni al 5.50. Ciononostante, con tassi di 130 punti base più alti, la borsa è mille punti sopra il livello di ottobre e nel mercato si parla di livelli ancora più alti per la fine dell'anno.



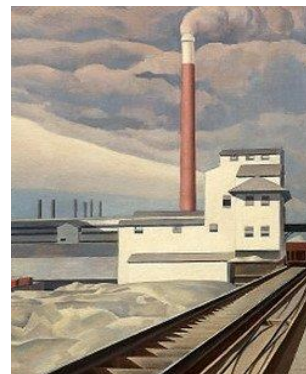
C. Burchfield. The City. 1916

L'unica spiegazione di questo fenomeno, come abbiamo sottolineato altre volte, è che dietro la stretta in apparenza feroce dei tassi di policy, tutta una serie di fattori (spesso in seguito a decisioni delle banche centrali) ha lavorato per limitare l'impatto dei tassi.

Anche i governi, mantenendo disavanzi pubblici elevati (e assai poco giustificati in una situazione di pieno impiego) hanno contribuito a controbilanciare la stretta monetaria.

Detto questo, continuiamo a pensare che una certa prudenza sia consigliabile da qui in avanti. È vero, a volte i miracoli accadono e tutti ci auguriamo di assistere, per la prima volta, a una disinflazione senza recessione e senza un disoccupato in più.

Chi corre a comprare bond a lunga scadenza deve però ricordare che se non ci sarà una recessione difficilmente i rendimenti scenderanno molto. Se invece, malauguratamente, ci sarà, i disavanzi pubblici cresceranno ancora e andranno finanziati con grandi emissioni.



C. Sheeler. Factory

Chi punta a una rapida discesa dell'inflazione deve poi monitorare attentamente il petrolio e le derrate agricole (queste ultime in rialzo anche per effetto della fine dell'accordo sul grano tra Ucraina e Russia). Deve anche tenere d'occhio l'inflazione sanitaria (che inizierà presto a risalire) e il prezzo delle case, in ripresa.

Insomma, godiamoci l'estate e i buoni utili societari che stanno uscendo. Ricordiamo però che sono utili relativi ad aprile, maggio e giugno, mesi di crescita i primi due e di rallentamento il terzo. Dopo la stagione degli utili, che si preannuncia positiva, il mercato riprenderà a guardare al futuro e si farà probabilmente più cauto. Se il rallentamento di giugno sarà confermato nei mesi successivi, il rialzo azionario farà fatica a proseguire. Qualche alleggerimento, in queste circostanze, potrebbe essere opportuno.

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 variazioni e 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

