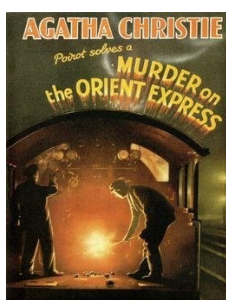


ASSASSINIO SULL'ORIENT EXPRESS

I bond tramortiti. Chi è stato?



La prima edizione inglese. 1934

Nella notte iugoslava senza luna, Hercule Poirot, proveniente da Istanbul e diretto a Londra, non riesce ad addormentarsi nel pur confortevole lettino del suo scompartimento. Ha creduto incautamente di potere prendere sonno ascoltando la cantilena scozzese di Russell Napier nella sua ultima intervista, ma gli è sobbalzato il cuore quando lo ha sentito raccontare che l'OAT cinquantennale, emesso nel 2021 a 96 con 0.5 di cedola, tratta ora a 21. Si è ricordato di averne acquistato a suo tempo, da bravo belga francofono, una discreta somma e quando Napier ricorda che dal 2021, oltre alla perdita in conto capitale, c'è da conteggiare anche un 18 per cento di inflazione, il poco sonno che aveva gli passa definitivamente.

Solo poco prima dell'alba riesce a chiudere occhio, ma per poco, perché le grida nel corridoio e il controllore che batte nervoso alla sua porta lo svegliano bruscamente. Il mercato dei bond è stato ritrovato per terra tramortito e l'ispettore Poirot è l'unica persona sul treno che può cercare di capire chi lo abbia colpito.

Dopo avere esaminato la scena e interrogato tutti i passeggeri, Poirot riordina gli appunti e riflette sui numerosi sospetti e sulle loro linee di difesa.

Il petrolio è pesantemente indiziato, ma si difende. Ho perso il dieci per cento negli ultimi giorni grazie alle ipotesi di accordo tra America e Iran, dice. Non guardate me se i bond hanno ripreso a scendere.

Anche le altre principali materie prime negano ogni coinvolgimento. Il rame è nella parte alta del suo range recente, ma negli ultimi giorni non ha fatto nuovi massimi. Il grano è ancora di un quarto più caro rispetto a inizio anno, ma negli ultimi giorni è sceso bruscamente.

La comitiva del Board della Fed, che occupa un'intera carrozza, si difende energicamente. Abbiamo appena alzato i tassi e scritto nel sommario delle nostre previsioni che per fine 2027 arriveremo al 4.1. Questo dovrebbe tranquillizzare la parte lunga della curva, non tramortirla ulteriormente.

Un gruppo di escursionisti francesi che stanno tornando a Parigi fa notare che mancano ancora sette mesi alle elezioni e che 110 punti base di spread

rispetto ai Bund sono già un bel cuscinetto. Non sono loro, con un quadro politico immobile, ad avere colpito improvvisamente il mercato globale dei bond. In ogni caso, fanno notare, né Mélenchon né la Le Pen potranno governare da soli. Alla fine avranno bisogno l'uno dei socialisti e la seconda di qualche centrista e saranno quindi costretti ad annacquare molto il loro programma. Una coppia di turisti tedeschi, dal canto suo, nega anch'essa che le elezioni recenti stiano contribuendo ai problemi dei bond. La politica fiscale è già espansiva e non c'è l'intenzione di andare oltre, almeno per ora.

*Il film del 1974*

Si difendono energicamente i passeggeri giapponesi, coreani e taiwanesi. Certo, dicono, l'America continua a chiederci di rivalutare. Per farlo, dovremmo però vendere i nostri dollari e i Treasuries in cui sono investiti, ma Bessent non vuole che indeboliamo i suoi titoli. Alla fine rimaniamo più o meno come siamo. Anche i cinesi sono sulla stessa linea. Non stiamo vendendo Treasuries. Se ce ne sono meno nelle nostre riserve valutarie è perché li stiamo facendo comprare alle nostre banche. Annuiscono alcuni dignitari sauditi. Nemmeno noi, che stiamo perdendo parecchi soldi per effetto della guerra, stiamo vendendo Treasuries. Non vendiamo neanche azioni americane, se è per questo. Vendiamo oro, quando è il caso.

Non pensate a noi, dice un ricercatore di linguaggi artificiali di ritorno da un convegno a Istanbul. Il bear market dei bond è iniziato ben prima dell'esplosione dell'AI. Certo, una volta accumulavamo liquidità e ora ci indebitiamo, ma il mercato è abbastanza grande da accomodare le nostre emissioni. E non dimentichiamo il crowding out. Se emettiamo di più noi, dovranno emettere di meno gli altri corporate.

Poirot torchia a lungo i passeggeri della carrozza macro. Il Pil appare particolarmente agitato e non può non destare sospetti. Secondo la Fed di Atlanta stai crescendo in questo terzo trimestre del 5.1 annualizzato, dice gelido l'ispettore, come ti difendi? Come possono sopportare i bond una crescita più che doppia rispetto al potenziale? Nel proclamarsi innocente, il Pil indica la totale pace salariale (nonostante la piena occupazione) e la Fed di New York, che calcola un'accelerazione della crescita al solo 2.3 per cento, un livello perfetto. C'è poi la decelerazione cinese a compensare almeno in parte il leggero surriscaldamento americano.

*L'ultima scena del film del 1974*

Poirot conclude la sua indagine nell'ultima carrozza, occupata da funzionari governativi americani. Un assistente di Bessent si difende dalle due accuse di Poirot. A quella di un disavanzo fuori controllo risponde citando il fattore una tantum dei rimborsi dei dazi disposti dalla Corte Suprema. A quella di manipolare la duration delle emissioni creando un'atmosfera di repressione finanziaria oppone il fatto che i buy back del Tesoro si limitano a compensare il Quantitative tightening della Fed. Alla domanda finale di Poirot, quella sulle elezioni di midterm come ragione del malessere obbligazionario viene da molti risposto che è ancora presto per

parlarne e che un Congresso democratico spenderebbe di più ma tasserebbe di più, lasciando verosimilmente il disavanzo sui livelli attuali.

Nella sua nota finale, che consegnerà alla polizia di frontiera iugoslava, Poirot scrive che a colpire il mercato obbligazionario sono stati tutti gli interrogati, ma nessuno in modo decisivo. La debolezza politica dei governi e le tensioni geopolitiche globali sono i due veri grandi fattori che inducono molti paesi ad adottare politiche espansive, a non alzare le tasse, a non tagliare le spese e a riarmarsi aggressivamente.



Il film del 2017

Comprare in futuro più azioni e, in generale, più asset reali, scrive Poirot nel suo diario. Poi una quota di oro, danneggiato dai tassi in crescita ma protezione contro il debasement.

Poco prima di raggiungere la frontiera giunge la notizia che il mercato obbligazionario ha ripreso conoscenza e si è rimesso in piedi. A un certo punto, pensa Poirot, tornerà il suo momento. Già l'anno prossimo, con una possibile decelerazione degli investimenti in AI e una crescita meno impetuosa del Pil, i bond costituiranno quanto meno una buona copertura, offrendo nel frattempo un ottimo rendimento reale.

Alessandro Fugnoli
Strategist

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



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.