

La carica dei *bond vigilante*

Sono tornati. È da tempo che non osavano mostrare la loro forza. Sembravano ormai fuori dalla storia, triturati da un nuovo mondo che avanza con regole diverse. E invece no. Sono ancora lì. Si erano semplicemente messi in aspettativa, mentre valutavano il momento giusto per riapparire. Sono conosciuti per essere la forza più potente del mercato. Ai suoi adepti si chiede una visione che va oltre il breve termine. Perché padroneggiano lo strumento per scontare matematicamente il futuro. Quando si muovono sono in grado di sconvolgere tutti i mercati, da quello azionario a quello valutario. Sono loro: i *bond vigilante*, come li denominò negli anni '80 l'economista Edward Yardeni. Se si convincono che le politiche monetarie o fiscali sono inflazionistiche, utilizzano una leva molto semplice: vendono obbligazioni. Così facendo aumentano i rendimenti, quindi i tassi d'interesse. Ma devono essere molto prudenti. Devono valutare le conseguenze delle loro azioni, perché possono essere severamente puniti. Il compito di gestire i tassi d'interesse spetta infatti alle banche

centrali. Nel passato queste si concentravano sui tassi a breve termine, mentre il mercato poteva manovrare quelli a lungo termine. Era questo il territorio sconfinato dei *bond vigilante*. La loro preoccupazione principale è che l'investitore sia equamente compensato per il rischio che corre. Quindi se percepiscono che l'inflazione sta salendo o che aumenta il rischio (per i detentori di obbligazioni) di non essere rimborsati a scadenza, chiedono immediatamente maggiori rendimenti: svalutano il mercato obbligazionario provocando l'aumento dei tassi. Le obbligazioni, un tempo considerate un porto sicuro per l'investitore, sono lo snodo centrale dei mercati proprio perché determinano il costo del capitale che serve quale riferimento per tutti gli asset finanziari.

Apparentemente la Federal Reserve tiene sotto controllo i *bond vigilante* da molto tempo: le banche centrali hanno potere illimitato nel comprare ciò che potrebbero essere tentati di vendere. Soprattutto in un contesto in cui la crescita langue e

l'inflazione stenta a manifestarsi. Invecchiamento della popolazione, digitalizzazione e globalizzazione sono fenomeni strutturali che bloccano l'aumento dei prezzi. Il coronavirus ha poi infettato la crescita mondiale facendo crescere i prezzi delle obbligazioni e quindi comprimendo i rendimenti. I tassi negativi (reali o nominali), che le banche centrali hanno esacerbato nell'ultimo anno, non potevano essere discussi dai *bond vigilante*, poiché non c'erano aspettative d'inflazione. Tanto più che anche la velocità della moneta è rimasta confinata nel risparmio, vista la difficoltà di spendere.

Ma i *bond vigilante*, nelle ultime settimane, sembrano convinti che le banche centrali stanno sbagliando: il tasso del decennale americano (*Treasury*) è passato in breve tempo dall'1 all'1,6 per cento. Le borse hanno immediatamente reagito realizzando le plusvalenze dell'anno, soprattutto nel settore digitale, dove sono stati rivisti i parametri dei modelli che scontano i flussi di cassa futuri. Ciò ha portato i rendimenti obbligazionari ad avvicinarsi a quelli dei dividendi. L'ultima settimana di febbraio ha quindi spaventato i mercati azionari e molti cominciano ora a

chiedersi se non sono stati eccessivamente ottimisti nell'*Outlook* del 2021. Forse, si chiedono, non hanno interpretato per tempo i segnali.

La nuova era Biden riporta la politica nel cuore dell'economia. E la storia insegna che, quando ciò succede, spese e indebitamento sono meno controllabili: alle facilitazioni monetarie gestite da tecnici si aggiungono quelle fiscali in mano a politici che cercano la rielezione. Ci sono in ballo 1,9 trilioni di dollari di incentivi per rilanciare la crescita attraverso lo sviluppo digitale e la *green economy*. Si tratta di un'occasione per il mercato che vede i nuovi investimenti come un business e non più solo come un imperativo morale teso a consegnare alle future generazioni un ambiente migliore. Per trasformare i sistemi produttivi e le vetuste infrastrutture ci vogliono materie prime come il rame, il ferro, l'acciaio, il cobalto, etc., i cui prezzi hanno cominciato a correre con le relative conseguenze sul prodotto finito. Alcuni settori, come quello dei semiconduttori, dove le forniture sono bloccate in un collo di bottiglia, a causa anche dei tentativi di deglobalizzazione trumpiani, portano inflazione. E l'Asia, per la prima volta da molti anni, ne ha approfittato per chiedere

di più sulle sue esportazioni, necessarie quando in Europa e Stati Uniti il coronavirus tiene ancora al guinzaglio le economie. Parallelamente, però, grazie ai vaccini, s'intravede l'uscita dalla pandemia, soprattutto negli Stati Uniti. La crescita, repressa da un anno, potrebbe quindi ripartire in maniera potente. Se ciò avverrà, pensano i *bond vigilante*, la Federal Reserve dovrà rialzare i tassi prima del tempo e quindi vale la pena forzarle la mano vendendo obbligazioni. Oltretutto le aziende, nell'ultima trimestrale, hanno battuto di molto le aspettative.

Ma la Federal Reserve, come pure la Banca centrale europea, è invece convinta che non ci sarà inflazione strutturale. Ma solo una variazione dei prezzi temporanea dovuta alla domanda repressa nel 2020, che nell'immediato non troverà un'adeguata offerta, e prezzi del petrolio in aumento a causa anche della paralisi energetica in Texas. Tanto più che esse avevano previsto che il mercato avrebbe potuto dubitare della loro visione. E non a caso l'anno scorso Jerome Powell, a capo della FED, ha annunciato che l'istituto che dirige è pronto a tollerare momentanei tassi d'inflazione superiori al 2 per cento,

convinto che ci sono forze strutturali che li riporterebbe comunque non lontano dal target storico. Ad ulteriore conferma di questa analisi Powell continua a mantenere alte le aspettative sull'acquisto di 120 miliardi di dollari di obbligazioni al mese. Promette che seguirà come riferimento principale il tasso di disoccupazione (ci sono ancora 10 milioni di senza lavoro per rapporto al periodo pre-pandemia) e non quello dei prezzi. La FED e le principali banche centrali vogliono essere talmente chiare su questo loro impegno che non possono permettersi di discutere i rischi che la grande massa di liquidità provoca sui mercati azionari: un errore di comunicazione potrebbe essere catastrofico.

Ma il caso *Gamestop* e l'esplosione dei Bitcoin richiedono comunque un segnale, un intervento. I *bond vigilante* l'hanno capito. Per ora non stanno combattendo la FED, proprio perché questa ha bisogno di loro. Stanno permettendo ai mercati di riprezzare i loro eccessi con una sana rotazione di portafoglio che vede perdenti i titoli *Growth* e vincenti i ciclici e le *Small Cap*, che meglio beneficeranno della ripresa, e i *Value* (troppo dimenticati dagli

investitori). Inoltre, contribuiscono a calmare gli eccessi di aspettative sui settori più *green*, come il solare, che hanno iniziato a scontare troppo velocemente un mondo che ancora non c'è.

Sui ribassi è quindi tempo di comperare. Ma attenzione, ora gli indicatori di mercato, come il rapporto prezzo/utili, tornano di attualità. Fra non molto i *bond vigilante* torneranno al loro lavoro di trincea, ad aspettare un altro momento per intervenire.

Placheranno momentaneamente i loro ardori, perché sanno che esagerare ora vuol dire spingere la FED a controllare tutta la curva dei rendimenti. Ma sanno anche che il contesto è cambiato. Con gli stimoli previsti, come scrive Larry Summers, l'economista di Barack Obama, i rischi d'inflazione sono più concreti. Il vero rischio, per un cambio di scenario sui mercati, sarà certo colto dai *bond vigilante*, ma il segnale vero lo darà l'andamento del mercato valutario. Da monitorare con particolare attenzione è l'andamento del dollaro americano, sul quale quasi tutti scommettono al ribasso (oltre 230 miliardi di short). Se dovesse invertire la sua rotta perché i tassi salgono molto (grazie ai

bond vigilante), o perché gli Stati Uniti diventano un polo di crescita tale da far dimenticare i rischi dell'eccessivo indebitamento, o per un imprevedibile imprevisto, la liquidità sui mercati mondiali potrebbe avere forti contraccolpi. Per ora avremo solo fasi di volatilità, in attesa che i nuovi equilibri tra coronavirus, crescita, stimoli e indebitamento non si chiariranno. Ma le borse continueranno ad essere sostenute. Anche i *bond vigilante* conoscono l'adagio "don't fight the FED".