

## **SIMPLY PUT: PROSPETTIVE MACRO CON UNA PROSPETTIVA MULTI-ASSET**

Florian Ielpo, *Head of Macro and Multi-Asset Portfolio Manager Lombard Odier*

I tassi long restano fedeli ai loro fondamentali e dovrebbero continuare a crescere

*In sintesi:*

- *I tassi long giocano da sempre un ruolo fondamentale nei mercati finanziari ma oggi la loro importanza è sempre maggiore.*
- *Possono apparire lontani dai loro fondamentali ma in realtà non lo sono.*
- *Questi tassi riflettono le elevate aspettative di inflazione, i risparmi in eccesso e le mosse delle banche centrali.*
- *Con una forte crescita che porta alla normalizzazione monetaria, i tassi reali potrebbero riprendere la loro traiettoria al rialzo.*

Quest'anno, i tassi d'interesse a lungo termine hanno giocato un ruolo fondamentale nel comprendere e anticipare le fluttuazioni di mercato: il loro aumento e la loro diminuzione hanno segnato una rotazione tuttora incerta tra le asset class. A partire da inizio di agosto, i tassi d'interesse hanno nuovamente registrato un incremento e ci aspettiamo che questo trend continui. Il rialzo dei tassi fa emergere una domanda: quanto può durare questo incremento? Riteniamo che per rispondere sia necessario comprendere tutta la portata dei fondamentali di tali variazioni dei tassi.

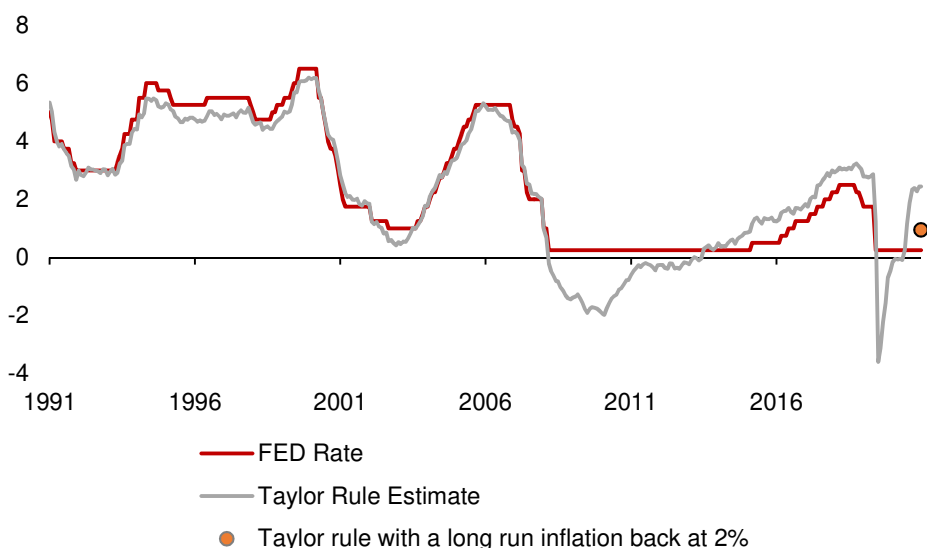
In un articolo pubblicato nel 2011 sul Journal of Finance, dal sobrio titolo "Discount Rates", John Cochrane, allora professore di economia finanziaria a Chicago, esponeva la sua tesi secondo cui le fluttuazioni dei tassi di interesse da sole spiegavano il 100% delle fluttuazioni del rapporto prezzo/dividendo. Secondo l'esposto, quello che i dividendi riescono a spiegare in merito al comportamento delle azioni viene invece espresso dalle oscillazioni dei tassi d'interesse. Non si tratta di affermare in maniera semplicistica che la politica monetaria governa il mercato azionario, ma piuttosto di capire che, empiricamente, gli incrementi e i tagli dei tassi d'interesse a lungo termine influenzano significativamente il mercato azionario. Sarà difficile individuare esempi simili nel 2020-2021 che supportano la tesi di Cochrane, secondo cui capire i tassi significa conoscere gran parte delle azioni.

Quando ci si interroga sulle fluttuazioni dei tassi d'interesse, sorge spontanea una certa confusione tra i driver dei tassi long e quelli short, soprattutto per chi ha vissuto nell'epoca del quantitative easing. È proprio questa confusione che induce alcuni a credere che i tassi long non abbiano nessuna correlazione con i loro fondamentali. Nella maggior parte delle economie sufficientemente mature i tassi short sono governati dalla banca centrale e quindi ne riflettono gli obiettivi, soprattutto quello di tenere sotto controllo l'inflazione e l'attività economica in modo diretto o indiretto. Questo fenomeno è il perno della teoria sviluppata da John B. Taylor nel 1993 nota come regola di Taylor: i tassi short sono empiricamente una funzione dell'inflazione attesa e di varie misure previste per l'attività economica e il mercato del lavoro. I tassi policy negli Stati Uniti

e in Europa, rispettivamente allo 0,25% e allo 0%, riflettono le aspettative delle banche centrali: inflazione e crescita elevate ma di natura temporanea con più rischi al ribasso che al rialzo.

Usando la regola di Taylor che include il mercato del lavoro statunitense, si evince che con gli attuali livelli di inflazione, il tasso policy dovrebbe raggiungere il 2,45%: lontano dal target dello 0,25%, ma nemmeno vicino al 10%. Analizzando il grafico 1, se assumiamo che l'inflazione ha una natura temporanea e che potrebbe raggiungere il target del 2,5%, questi calcoli risultano nel punto rosso che si vede sul grafico, vicino all'1%. In effetti, i tassi policy sono molto inferiori all'1%, quindi la Fed sta riuscendo a stimolare l'economia. Il miglioramento dell'outlook economico dovrebbe spingere la banca centrale statunitense ad aumentare i tassi d'interesse nei prossimi trimestri, tanto che il mercato prevede già un aumento dei tassi a fine 2022. Non c'è niente di sconnesso ma piuttosto è tutto collegato alle attese.

### Grafico 1 - Regola di Taylor basata sull'inflazione e il mercato del lavoro con inerzia

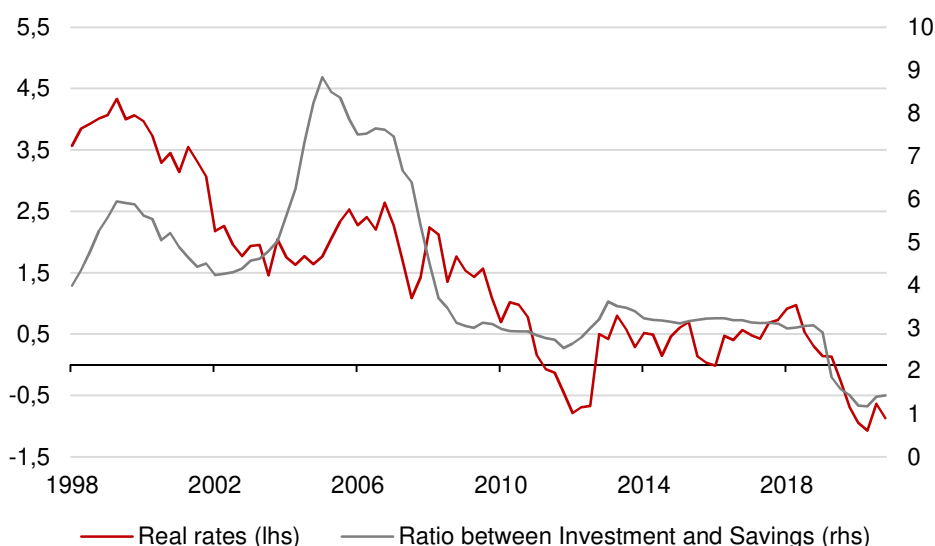


Fonte: Bloomberg, Unigestion.

Con il quantitative easing, BCE, BoE e BoJ hanno esteso la loro influenza alla parte lunga della curva dei rendimenti. La tentazione di definire una "regola di Taylor" per i tassi long è forte. Quando si conduce una regressione simile a quella prevista della teoria di Taylor, il potere esplicativo del modello viene meno e i parametri del modello diventano evidentemente instabili. Se da un lato può essere allettante utilizzare questa scorciatoia, dall'altro notiamo che è confutata dai dati di mercato, dal momento che i tassi long non dipendono solo dal ciclo economico. Come affermato da John Cochrane in "Discount factor", i tassi di interesse sono costituiti da quattro fattori principali: innanzitutto lo scenario macroeconomico, ma anche fattori comportamentali, effetti strutturali che dipendono dal tipo di investitori e un fattore di liquidità. Negli ultimi due anni il fattore macroeconomico era sufficiente per giustificare alcuni dei livelli raggiunti ma non è stato l'unico. L'enorme livello di risparmio attualmente presente sotto forma di liquidità nei conti deposito su entrambe le sponde dell'Atlantico è driver di downside per i tassi a lungo termine, attraverso i tassi reali. Solo negli Stati Uniti, i conti deposito hanno raggiunto quota 5.300 miliardi di dollari ad aprile 2021 e, da allora, sono scesi di 800 miliardi.

Nel 2018 i livelli di contanti all'interno dei conti deposito si erano contratti di 500 miliardi, fattore alla base di un aumento dei tassi reali di 50 punti base. La diminuzione di 800 miliardi di quest'anno ha visto i tassi reali salire solamente di 25 punti base. Niente di sorprendente dal momento che la Fed fa pressioni sul mercato rallentando la progressione dei tassi reali. Si stima inoltre che i tassi reali saranno indietro di 25 punti base entro la fine del trimestre. In termini di outlook di lungo periodo, una normalizzazione della politica monetaria, del risparmio e un ritorno degli investimenti ai livelli pre-Covid implicherebbe un ritorno dei tassi reali a circa lo 0,5%. Questo, unito a un premio all'inflazione del 2,5% (il target della Fed) riporterebbe i tassi al 3% complessivo alla fine del ciclo - lo 0,5% in più rispetto alle attese della Fed per il tasso short a breve termine. Quindi, è evidente che i fondamentali e i mercati sono collegati e le valutazioni dovrebbero adattarsi gradualmente.

### Grafico 2 - Rapporto investimenti/risparmi rispetto ai tassi reali negli Stati Uniti



Fonte: Bloomberg, LOIM

In poche parole, per capire le fluttuazioni del mercato bisogna comprendere le fluttuazioni dei tassi long per cui è prevista una traiettoria al rialzo, dal momento che i tassi reali riflettono il buon andamento dell'economia mondiale. Davanti a noi c'è un aumento del costo del capitale (che è quello che poi fanno i tassi di interesse): questo aumento fa parte del percorso di ripresa che stiamo vivendo, e avrà un notevole impatto sui mercati.