

UN TRENO IN ANTICIPO

Siamo nel 2023, non nel 2024



*Edward Hopper.
Illustration for American Locomotive Co. 1944*

I mercati, come è noto, cercano di giocare d'anticipo e di scontare il futuro nel presente. È un esercizio difficile, ovviamente, ed è reso ancora più difficile dal fatto che non è chiaro quale parte del futuro sia da incorporare nei prezzi di oggi: il futuro prossimo o il futuro remoto?

Ognuno si sceglie la porzione di futuro che preferisce scontare. C'è chi compra adesso perché pensa che fra un anno lo scenario sarà migliore e c'è chi lo fa perché pensa che fra un'ora potrà chiudere bene la sua operazione.

Il problema si pone in modo più acuto nei momenti, come l'attuale, in cui il consenso prevede prima una recessione (o anche un semplice soft landing) e, più tardi, una ripresa. Su quale dei due scenari va tarata l'operatività di oggi? Si deve vendere su forza perché cominciano a esserci segnali di rallentamento che nei prossimi mesi diventeranno più evidenti o bisogna invece comprare su debolezza perché è sempre più vicina la fine del ciclo di rialzo dei tassi e perché, una volta debellata l'inflazione, le banche centrali permetteranno alle economie di ripartire?

Ci sono poi altre complicazioni. Il ciclo delle diverse regioni del mondo in questo momento non è sincronizzato. L'Europa (probabilmente) e la Cina (sicuramente) si sono lasciate alle spalle il momento più difficile. La discesa dei prezzi dell'energia da una parte e la fine della politica dello Zero-Covid dall'altra fanno pensare a una stabilizzazione europea (non parliamo di ripresa immediata perché la Bce continuerà ad alzare i tassi) e a una buona ripresa cinese (legata questa volta ai consumi e non agli investimenti pubblici in infrastrutture) nella seconda parte dell'anno.

L'America, invece, deve ancora attraversare la palude. Per di più, nemmeno l'America è, a sua volta, sincronizzata al suo interno. Il suo manifatturiero è già da tempo in recessione, mentre i servizi, a parte

l'immobiliare, vanno ancora bene o sono addirittura in accelerazione, come il trasporto aereo. Quanto al mercato del lavoro, i segnali sono contrastanti.

Di fronte a questo quadro complesso, i mercati, complice un posizionamento a fine 2022 tarato sul rallentamento imminente, hanno inaugurato il 2023 con un rialzo che getta il cuore oltre l'ostacolo della recessione e lo posiziona già nel 2024, l'anno della ripresa.



Edward Hopper. *Approaching a City*. 1946

Una parte di questo rialzo, la maggiore, è giustificata. L'inverno mite europeo, la riapertura cinese e la discesa rapida dell'inflazione sono sorprese positive che è giusto valorizzare. Anche la migliore performance di Europa e Asia rispetto all'America è giustificata, sia per le ragioni che abbiamo visto sia per la bassa quota di titoli di crescita nelle borse europee in un anno in cui i tassi rimarranno ancora alti.

C'è però un'altra parte del rialzo, quella di cui si sta occupando la correzione in corso, che non fa altro che complicare il lavoro delle banche centrali. Se il rialzo infatti avviene in un clima psicologico che già pregusta la ripresa e la coglie nell'aria, ecco che prontamente ripartono le materie prime, dal rame al petrolio, con il rischio di fare risalire l'inflazione headline e compromettere il ridimensionamento delle attese di rallentamento della corsa dei prezzi, così importanti nel determinare l'orientamento di Fed e Bce. Per non parlare delle imprese che, in un clima di nuovo ottimismo, riporrebbero nel cassetto i tagli di personale che stavano cominciando a considerare e manterrebbero il mercato del lavoro in uno stato di tensione.

Quando poi i mercati pensano a una Fed cui già tremano le mani per effetto dei primi segnali di recessione e che non vede l'ora di tornare a tassi reali negativi, il rischio di scambiare i desideri con la realtà diventa evidente. Per due motivi.

Il primo è che, come ha sottolineato l'ex governatore della Banca Nazionale Svizzera Philipp Hildebrand, è stato relativamente facile scendere dal 9 al 4 di inflazione, ma sarà molto più difficile scendere dal 4 al 2. È vero, aggiungiamo noi, che il 2 per cento come limite e obiettivo dichiarato ormai quasi universalmente è sempre più in pericolo. Lo stesso Powell ha dichiarato



Edward Hopper. *Railroad Train*. 1908

che la Fed sta pensando di rivederlo, anche se i tempi non sono ancora maturi. Alla fine si adotterà il 3 o il 4 o una fascia ampia tra il 2 e il 4. Ma non ora. Farlo adesso significherebbe spostare i vincoli perché non si riesce a rispettarli. Per alzare un giorno il target al 4 occorrerà prima passare per il 2 e restarci qualche mese, pena una seria perdita di credibilità da parte delle banche centrali.

Il secondo motivo è che il calendario politico, con le difficili presidenziali del novembre 2024, impone alla Fed di fare una pulizia radicale nel 2023 per non rischiare, se si abbassa troppo presto la guardia, di ritrovarsi l'anno prossimo a dovere scegliere tra, da una parte, tollerare un'inflazione non domata a sufficienza e, dall'altra, accettare una ripresa debole. In questa luce si comprende come tutte le componenti del Fomc, inclusi i membri di orientamento progressive nominati l'anno scorso da Biden, abbiano finora accettato la linea della fermezza sui tassi (limitandosi a frenare sulla quantità di rialzi ulteriori) e ripetano che non andranno abbassati nel corso di quest'anno. Ecco allora che accanto al repubblicano Powell, che vuole essere ricordato come un nuovo Paul Volcker che ha trafitto il drago dell'inflazione, abbiamo la componente democratica, inclusa la sinistra radicale, che vuole garantirsi (anche a prezzo di un 2023 grigio e faticoso) un 2024 con i prezzi stabili, un'economia in ripresa e una borsa in rialzo.



Edward Hopper. *Toward Boston*. 1936

In sintesi, se è vero che ogni giorno ha la sua croce, è anche vero che ogni giorno ha la sua gioia. La gioia per la ripresa del 2024 la manifesteremo verso la fine del 2023 o, meglio ancora, l'anno prossimo. Il treno del rialzo azionario, per qualche mese, resterà probabilmente in stazione. L'Europa, come abbiamo detto, sarà insieme alla Cina l'area su cui concentrarsi quest'anno. L'America tornerà a prevalere l'anno prossimo, quando i tassi, in particolare quelli reali, torneranno a scendere, spingendo i titoli legati alla crescita.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



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 variazione 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.