

CAOS CALMO

Repricing dovuto, ma quasi completato



S. Poliakoff. *Sans titre*. 1960

I cinesi non comprano più titoli del Tesoro americano e non rinnovano quelli che scadono. Preferiscono accumulare riserve strategiche di petrolio, quelle che l'America ha per più di metà speso l'anno scorso per fare apparire più bassa l'inflazione.

I giapponesi hanno finalmente rendimenti un po' più interessanti a casa loro e vendono i titoli del Tesoro americano, di cui sono stati sempre grandi compratori.

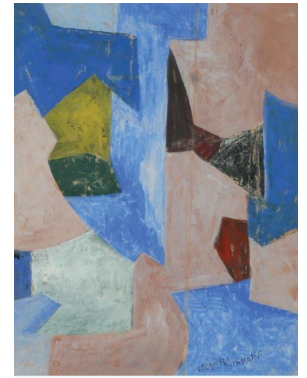
La Federal Reserve, il più grande asset manager del mondo (7.3 trilioni di titoli del Tesoro nel suo System Open Market Account), non vende i suoi titoli ma, quando scadono, li rinnova solo in parte, facendo in modo di ridurre il suo portafoglio di 90 miliardi al mese.

Il Tesoro americano, dal canto suo, vende continuamente titoli per finanziare il disavanzo federale, che corre verso l'8 per cento del Pil pur in presenza di una buona crescita economica e di un mercato del lavoro tirato, come conferma oggi il numero esiguo dei sussidi di disoccupazione, tra i più bassi degli ultimi 40 anni.

Il risultato è che il decennale americano, la stella intorno alla quale ruotano tutti gli asset finanziari di questo mondo, è arrivato a rendere il 4.70 per cento. Un anno esatto fa rendeva il 3.70 e sembrava già tanto. Il bello è che l'inflazione al consumo, un anno fa, era (anno su anno) dell'8.2 per cento. Oggi è del 3.7.

La Fed, per il momento, lascia fare. Dal suo punto di vista si tratta di replicare in piccolo (e per un tempo breve) l'ampio movimento di ribasso congiunto di bond e azionario che ha caratterizzato il primo semestre del 2022. Intendiamoci, la battaglia contro l'inflazione ha conseguito, sia pure in tempi molto più dilatati del previsto, un risultato apprezzabile, ma il fuoco cova sotto la cenere, come evidenzia il forte rimbalzo del prezzo del petrolio.

Come l'anno scorso, insomma, si cerca di rallentare un'economia che stava riaccelerando. La politica monetaria, rispetto al passato, è però meno efficace e occorrono dosi crescenti di ribassi dei tassi (come nel decennio scorso quando si cercò di far salire l'inflazione) o di rialzi (come oggi che la si vuole abbassare). Ecco allora che ci si affida ai mercati finanziari come cinghia di trasmissione. La sopravvalutazione raggiunta in agosto da alcuni segmenti dei mercati azionari ha certamente reso ancora più attraente l'idea di sfebbrarli con una sana correzione, trasmettendo così a tutti un messaggio di sobrietà.



S. Poliakoff. *Sans titre*

Da questo stato di cose una parte dei commentatori e dei protagonisti del mercato sta traendo spunto in queste ore per ipotizzare scenari di crash imminente o di recessione e bear market strutturale di tutti gli asset finanziari.

Sgombriamo il campo subito dal primo tipo di rischio. Certo, è suggestivo rievocare il drammatico crash del 1987 partendo dal rialzo congiunto, oggi come allora, di petrolio e tassi. Il fatto stesso che se ne parli, tuttavia, induce alla prudenza le componenti più aggressive del mercato e stimola l'acquisto di coperture, limitando i rischi di crash.

Per quello che riguarda i rischi di medio periodo, una recessione continua a non essere nell'orizzonte visibile. Quanto al mercato del lavoro, l'obiettivo di raffreddarlo, presentato dalla Fed come prioritario, è stato progressivamente annacquato nel corso dell'ultimo anno. Con l'avvicinarsi delle elezioni diventa poi ancora più difficile, per la Fed, perseguire un aumento consistente della disoccupazione.

In pratica, quello che si profila all'orizzonte è un rallentamento dell'economia dai ritmi sostenuti della prima parte di quest'anno. Passare dal 2 abbondante all'1-1-5 potrebbe essere sufficiente per creare un contesto più equilibrato.



Serge Poliakoff. *Composition grise et rouge 1964*

Avevamo iniziato l'anno indicando il 2023 come una fase di pulizia e il 2024, anno elettorale, come l'anno della ripresa, tanto per l'economia quanto per le borse. Sembra in realtà che i rischi e le opportunità siano meglio distribuiti tra l'anno in corso e il prossimo. Il 2023 ha finito per rubare un po' di crescita (e di rialzo azionario) al 2024. Poco male, nel grande schema delle cose.

Guardando al lungo termine, un osservatore autorevole come Jimie Dimon dice che non bisogna escludere tassi a lungo al 7 per cento nei prossimi anni. In effetti, se si guarda agli anni Ottanta e

Novanta (in particolare tra il 1984 e il 2000), si vede che l'inflazione non si è mai allontanata molto dal 3.5 per cento (più o meno il livello attuale), mentre i rendimenti sul decennale hanno oscillato tra il 4.5 e il 10 per cento.

Chi nei mesi passati ha ipotizzato il rientro del decennale in una fascia tra il 2 e il 3 per cento entro un paio d'anni ha probabilmente peccato di ottimismo. Che i tassi reali si mantengano positivi nell'orizzonte prevedibile è d'altra parte certo. Ipotizzare però una corsa veloce verso livelli di rendimento molto più alti degli attuali non tiene conto del fatto che i danni inferti alle aspettative d'inflazione di lungo periodo sono stati molto più seri negli anni Settanta che nei tre anni passati.



S. Poliakoff. *Bleu, blanc, rouge et jaune*. 1966

Quanto ai mercati azionari, la correzione in corso non pregiudica un andamento positivo da qui alla fine del 2024, a condizione che non ci sia nel frattempo una recessione. Sugeriamo però di concentrarsi sulle moltitudini di titoli che il recupero di quest'anno ha lasciato indietro e di essere cauti sui settori legati alla crescita. Sull'obbligazionario il rapporto tra rischio e rendimento rimane ancora particolarmente favorevole nella parte breve e media della curva.

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. Ev 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

