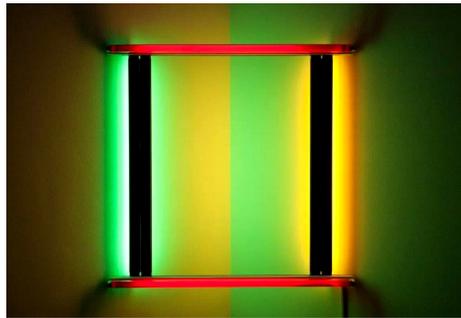


## I NUOVI ORSI

### La forza dei tassi a lungo eroderà i multipli azionari?



Dan Flavin. Corner work

Sono rimasti in pochi a ipotizzare una correzione dei mercati azionari nei prossimi mesi. Il consenso, nonostante le incertezze degli ultimi giorni, rimane quasi unanime nel prevedere non solo un'agevole difesa dei massimi storici raggiunti, ma un ampio spazio per ulteriori rialzi. Questo diffuso ottimismo trae spunto dall'idea che da una parte i tassi, prima o poi, scenderanno in ogni caso, dall'altra dal

buon andamento dell'economia globale e dai profitti che non crescono più solo per una ristretta élite tecnologica, ma per quasi tutti i comparti.

Nella visione degli ottimisti, in questi ultimi due anni, c'è stato un graduale cambiamento di peso nella ponderazione dei fattori positivi. Finché ha prevalso l'idea del soft landing è stata l'ipotesi di forti e continui tagli dei tassi a sostenere l'azionario. Oggi che quasi tutti hanno adottato il paradigma del no landing, le attese di riduzioni dei tassi sono più contenute ma sono più forti, in compenso, le attese di crescita di fatturato e utili delle società.

Quanto ai pessimisti, il mutamento è stato ancora più radicale, perché ha comportato la capitolazione o l'uscita di scena della loro prima generazione, quella del 2022-23. Questa, si ricorderà, basava la sua visione sull'ipotesi, o per meglio dire la certezza, di una recessione imminente. La recessione però non c'è stata e invece del bear market c'è stato un rialzo azionario imponente che solo nella sua ultima fase, iniziata nel novembre 2023, ha sfiorato finora il 30 per cento (e sfiora il 130 per cento se si parte dai minimi del 2020).

Negli ultimi tempi si è però andata formando una seconda generazione di orsi, intellettualmente più sofisticata della prima. La loro analisi è molto interessante perché parte da un'analisi critica delle ragioni per cui 550 punti base di aumento dei tassi e rendimenti reali vicini ai due punti percentuali non hanno portato a una recessione.

La prima generazione, dicono, ha pensato che la stretta monetaria avrebbe agito nel modo divenuto classico dagli anni Ottanta alla Grande Crisi

Finanziaria del 2008, ovvero attraverso una forte pressione sui debitori privati. Nel vecchio schema i tassi salgono, quelli che hanno comprato la casa col mutuo o l'auto a rate soffrono e una parte di loro diventa insolvente. Questo crea problemi alle banche, che irrigidiscono le condizioni per i loro finanziamenti e ne riducono il volume. Parallelamente, le imprese investono meno e alcune cominciano a licenziare. Per concludere, le banche subiscono perdite dal loro portafoglio titoli, diventano ancora più caute e chiedono ai debitori più deboli di rientrare e restituire i soldi presi in prestito.



*Dan Flavin. Menil Collection. 1996*

Non è andata così, come sappiamo. Questa volta, come nota Bob Elliott, i privati non sono particolarmente indebitati e pochi di loro, rispetto al passato, sono stati costretti all'insolvenza. I loro redditi nominali, del resto, hanno continuato a crescere, prima per i sussidi a pioggia durante il Covid e poi per gli aumenti salariali. Le banche, dal canto loro, sono state salvate preventivamente dalla Fed, che ha permesso loro di non contabilizzare le perdite sui titoli in portafoglio e le ha rifinanziate senza porre condizioni. Nessuna restrizione significativa del credito ha così avuto luogo. Le imprese, a parte la situazione speciale dell'immobiliare commerciale colpito dalla pandemia, si sono finanziate ai tassi bassissimi del 2020 e hanno risentito poco della stretta monetaria successiva, traendo invece grandi benefici dall'inflazione. Gli investimenti sono poi stati imponenti, sia quelli pubblici per finanziare i settori strategici, sia quelli privati sull'intelligenza artificiale.

Il risultato è un'economia quasi indifferente ai tassi alti, con livelli di consumo e di investimento da boom e non certo da recessione. In questo contesto, se le banche centrali tagliano troppo i tassi di policy, rischiano di fare salire i tassi a lungo verso il 5 per cento e oltre. Se questa condizione si realizza, dicono i nuovi orsi, i multipli azionari devono contrarsi e le borse, nonostante la tenuta dell'economia, devono correggere, se non altro per la concorrenza dei rendimenti obbligazionari.

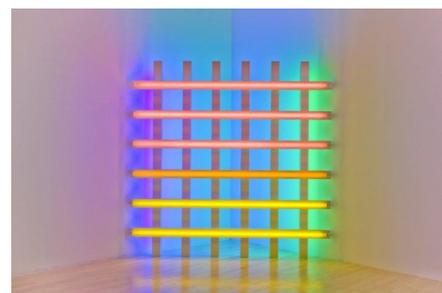
A rendere questo scenario più probabile, dicono, non è solo l'avvicinarsi delle elezioni e la conseguente pressione per mantenere politiche espansive, ma anche il fatto che la Fed, che si proclama e probabilmente si sente davvero restrittiva, continua a ragionare come nei passati cinquant'anni, pensando cioè a quei canali di trasmissione della stretta monetaria che in realtà non funzionano più.



*Dan Flavin. Villa Pansa. Installazione*

D'altra parte, se i privati sono diventati insensibili ai tassi, è anche perché l'enorme indebitamento contratto per uscire dalla pandemia è stato tutto a carico del settore pubblico. Sono dunque i bond governativi e non i mutui sulle

case o i fallimenti aziendali l'epicentro di un'eventuale prossima crisi economica e finanziaria. Soprattutto in un contesto in cui la Fed è venditrice netta di bond per quel che resta del Quantitative tightening. Ma è venditrice anche la banca centrale cinese, che continua a diversificare le sue riserve e lo potrebbe diventare anche la Banca del Giappone se dovesse trovarsi in difficoltà nella difesa del cambio dello yen.



Dan Flavin. Overview

Le tre aste consecutive andate male in questa ultima settimana non segnalano ancora difficoltà strutturali nel collocamento del debito americano, ma sono comunque un fenomeno che in altri tempi sarebbe stato difficile ipotizzare. Oggi dunque non è il debito privato ma il debito pubblico da tenere d'occhio. Sappiamo che il debitore pubblico ha spalle molto più robuste del debitore privato e che può sempre imporre nuove regole, in caso di bisogno, per collocare i suoi titoli. Sappiamo anche, però, che in queste condizioni diventa più difficile, rispetto al passato, trasmettere i tagli sui tassi di policy alla parte lunga della curva.

Fin qui i nuovi orsi. Per gli ottimisti resta ovviamente, come tema centrale, la speranza che l'inflazione riprenda presto a scendere. Nell'attesa, confermiamo la nostra preferenza per azioni e bond brevi e la nostra prudenza sui bond più lunghi.

**Alessandro Fugnoli**  
Strategist

#### Disclaimer

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

La presente pubblicazione è distribuita da 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](http://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](http://www.kairospartners.com)

