

IL ROSA E IL GRIGIO

È giustificato l'ottimismo dei mercati?



*Mark Rothko. Rosa su rosa.
1953.*

Nell'ultimo trimestre del 2018 i mercati hanno indossato occhiali con lenti grigie. Dopo il rialzo dei tassi da parte della Fed in dicembre le lenti grigie sono state sostituite con lenti nere. In gennaio ci si è ricomposti e verso la fine del mese si è guardato al mondo con lenti neutre, senza più pessimismo ma nemmeno con particolare ottimismo. Poi, dall'inizio di febbraio, si sono tirate fuori dai cassetti le lenti rosa che erano state usate l'ultima volta in agosto.

E così, in meno di due mesi, siamo passati dal temere una recessione globale (dal temere, addirittura, di esserci già dentro) all'ipotesi di nuovi imminenti massimi storici di borsa come cosa praticamente scontata.

Come sempre accade in questi casi, la volatilità ha fatto parecchie vittime e si appresta probabilmente a farne di nuove. Come sempre accade in questi casi, d'altra parte, la confusione è notevole. Certo, quasi tutti gli investitori hanno sempre e comunque qualche esposizione al rischio e quasi tutti sono rialzisti naturali. I mercati in ripresa danno quindi sempre sollievo, ma il sollievo è una cosa e la chiarezza d'idee è un'altra e in questo momento è scarsa.

Vediamo allora che cosa sta succedendo alla realtà sottostante, sia come dati obiettivi sia come policy.

In America la crescita ha perso dei colpi nel quarto trimestre ma si è conservata positiva e vicina al 2 per cento. Nel primo trimestre siamo probabilmente sugli stessi livelli. Quello che confonde le idee è che siamo di fronte a una crescita irregolare, con l'occupazione forte e la produttività debole, con settori che crescono e altri che ristagnano o arretrano e con i consumi, il 70 per cento dell'economia, che danno messaggi clamorosamente contrastanti. In pratica, da quello che si può capire, non molto è cambiato da due mesi fa ad oggi e non molto dovrebbe cambiare nel resto del 2019.

In Europa la profondità della crisi del 2018 è stata costantemente sottovalutata dai mercati, dai governi e dalla Bce. La crisi è stata estesa (con

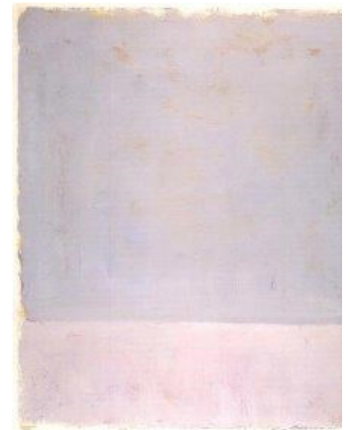


Mark Rothko. *Untitled Gray*. 1969.

danni particolarmente evidenti alla produzione industriale) e si sta prolungando in questo inizio d'anno. A differenza che in America, tuttavia, siamo a un punto di inversione. Dovremmo insomma avere visto il peggio e da qui in avanti dovremmo assistere a una lenta riaccelerazione.

In Cina la seconda metà del 2018 è stata pessima. È per questo motivo che la reazione di policy è partita prima che in America e in Europa ed è per questo che è stata particolarmente aggressiva. In un momento in cui lo scontro con gli Stati Uniti è diventato da commerciale a strategico la Cina ha visto in discussione l'intero suo modello di business, il suo posizionamento tecnologico e militare nel mondo e perfino, sullo sfondo, la sopravvivenza della sua classe dirigente. Per tenere in piedi l'economia si è usato di tutto, senza rinunciare a ricorrere di nuovo a strumenti sempre più rischiosi come il debito. La forza di questi stimoli avrà un costo a medio termine, ma nel breve garantirà alla Cina un 2019 migliore, soprattutto se verrà raggiunto un accordo di massima con l'America, al momento molto probabile.

Anche in America la reazione di policy è stata spettacolare, ma agli effetti pirotecnici fa riscontro, finora, una sostanza più modesta. Il linguaggio è cambiato radicalmente e da durissimo e acido si è fatto morbido e disponibile. Il mercato azionario è stato promosso ufficialmente a pilastro della politica monetaria ed è stato così riadottato dalla Fed come figlio prediletto. La guidance a lungo termine è stata buttata nel cestino e il tormento trimestrale dei dot (le stime che ogni membro del board fa sul futuro di economia e tassi) si prepara a seguire la stessa sorte.



Mark Rothko. *Untitled*. 1969.

Guardando alla sostanza, tuttavia, abbiamo solo la rinuncia a uno dei due rialzi inizialmente previsti per il 2019 e la disponibilità a riflettere seriamente (e ci mancherebbe) se realizzare davvero il rialzo rimasto. Quanto alla fine anticipata del Quantitative tightening, il valore simbolico è maggiore di quello reale se è vero, come sembra, che si arriverà comunque al ridimensionamento degli attivi già programmato, anche se più lentamente.

In Europa, un'area, ricordiamo, sull'orlo della recessione, le misure di policy, fino a questo momento, hanno brillato per la loro assenza. Si discute molto, certo, ma è difficile che venga fuori qualcosa di più di un rinnovo del Tltro.

Sul commercio, infine, non ci sono più molti dubbi sul fatto che nei prossimi giorni verrà definito un accordo quadro tra Stati Uniti e Cina. Naturalmente è meglio un accordo, buono o mediocre che sia, piuttosto che tariffe e conflitti senza fine, ma questo è già nei prezzi. Quello che non è nei prezzi è che il

conflitto possa riaprirsi in futuro se la Cina non manterrà neanche questa volta le sue promesse.



Mark Rothko. Rosa e bianco su rosso.
1957.

Tirando le somme abbiamo un'economia stabile in America e in lenta riaccelerazione nel resto del mondo e misure di policy forti in Cina, modeste in America e ancora assenti in Europa. È abbastanza per giustificare il 20 per cento di rialzo delle borse tra Natale e oggi? Sì, ma non perché ci sia oggi da essere particolarmente ottimisti, bensì per il fatto che il pessimismo di dicembre è stato eccessivo.

È abbastanza, il quadro macro, per giustificare ulteriori rialzi e magari i nuovi massimi di cui si parla sempre più spesso? No, il quadro macro non è abbastanza, ma i mercati hanno una logica loro che li rende meno ovvi di quanto a volte si pensi.

L'anno scorso, in America, gli utili sono saliti del 24 per cento, l'economia è andata bene o benissimo a seconda dei momenti e la borsa è scesa dell'8 per cento. Quest'anno economia e utili saranno mediocri, ma la borsa potrebbe andare bene e crescere di un 10-15 per cento. È tutto un gioco di multipli, in ritirata quando si pensa a una Fed a testa bassa contro l'inflazione, di nuovo in espansione quando si vede una Fed che si gira dall'altra parte. La crescita economica, come si vede, è importante sul lungo termine, ma nel breve e medio non sempre va guardata come fattore determinante.

Prima del 2020 e dell'epico scontro politico che lo caratterizzerà (facendo inevitabilmente tremare i mercati) faremo quindi in tempo a vivere un 2019 relativamente tranquillo. La crescita delle borse rallenterà vistosamente, ma nulla vieta che possa proseguire a velocità ridotta, favorita anche da una maggiore tranquillità dell'obbligazionario.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (kairos@imagebuilding.it). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.

