

LA PUT

Davvero limitati i rischi? E quanto è l'upside?



Paul Volcker (1927-2019).

Tutti a lodare, anche sinceramente, Paul Volcker appena scomparso. Lui sì che aveva spina dorsale, lui sì che sapeva tenere testa a presidenti, sindacati, lobbisti, banchieri, costruttori, mercati finanziari cupi e disperati e agricoltori dell'Iowa prossimi alla rovina che cingevano d'assedio la sede della Fed con i loro trattori. Lui sì che provocò una prima recessione di sei mesi nel 1980 e poi, non soddisfatto dei risultati, ne provocò subito dopo una seconda ancora più devastante di sedici mesi, coi tassi al 20 per cento e la disoccupazione all'11, un punto di più di quella del 2009. Certo, c'era anche il petrolio che creava dei problemi, ma c'era soprattutto la tempra degli ultimi uomini al potere della generazione che aveva combattuto e vinto la Seconda Guerra Mondiale.

E tutti, allo stesso tempo, a tirare un sospiro di sollievo e a lodare Powell per la sua ritrovata flessibilità e morbidezza e per avere finalmente capito che presidente, banchieri e mercati andrebbero nel panico se lui dovesse diminuire la dose di zucchero che la Fed somministra quotidianamente sotto forma di tassi reali negativi, di espansione a tappe forzate della base monetaria e, da due mesi, di nazionalizzazione di fatto del mercato interbancario.

Ci ha messo quasi un anno, ma alla fine Powell ha capitolato. C'è ancora molto da fare, rispondeva un anno fa a quest'epoca a chi gli chiedeva quanto andavano alzati i tassi. Farò tutto quello che mi chiederete di fare, dice oggi.

Ed ecco che, dopo le put di Greenspan, Bernanke e Yellen, anche Powell regala al mondo la sua put mentre annulla la call (ovvero il diritto di alzare i tassi) che aveva iniziato a esercitare un anno fa. Fuor di metafora, la Fed assume ufficialmente un assetto asimmetrico. Se le cose andranno bene non alzerà i tassi nemmeno se ci sarà inflazione (che sarà ufficialmente benvenuta). Se le cose non andranno bene non esiterà a tagliare i tassi.

Insomma, le borse e bond potranno continuare a reagire positivamente ai dati positivi, ma non avranno bisogno di reagire negativamente a quelli negativi, perché accanto al dato negativo apparirà immediatamente l'immagine di un taglio dei tassi prossimo venturo.

Questa rete di protezione funzionerà bene nei prossimi sei mesi e permetterà alle borse di reggere l'impatto di eventuali dati mediocri o moderatamente negativi. La cosa è importante, perché la riaccelerazione della crescita globale che i mercati stanno già anticipando potrebbe in realtà richiedere ancora un trimestre, che potremo però attraversare in relativa sicurezza grazie alla put di Powell.



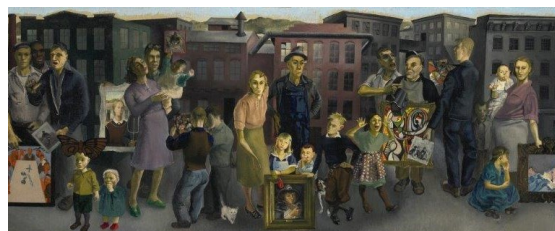
T. Javodov. Lavoratori del petrolio. 1958.

Anche le reti di protezione, tuttavia, hanno i loro limiti. Come abbiamo visto in agosto e poi in ottobre, se i mercati iniziano a vedere negli occhi (o semplicemente a immaginare) una recessione, anche la prospettiva di un ribasso dei tassi o di più Quantitative easing non riesce a impedire un indebolimento dell'azionario. Per i prossimi sei mesi, in ogni caso, di recessione non dovremmo più sentire parlare, soprattutto se l'accordo con la Cina, che Trump dà in queste ore per vicinissimo, verrà davvero raggiunto.

Qual è allora l'upside? Chris Potts, perfidamente, ha notato una contraddizione tra le stime di crescita economica ottimistiche che le grandi case stanno rilasciando per il 2020 e la timidezza con cui i loro strategist prefigurano gli obiettivi di borsa per la fine dell'anno prossimo. Tutti sono infatti schiacciati tra 3300 e 3400 di SP 500, ovvero in quel 6-8 per cento di rialzo che viene previsto dagli analisti top-down invariabilmente ogni dicembre per l'anno successivo (i bottom-up prevedono sempre il 10 a tasso fisso).

Questa timidezza ha, per quanto ci riguarda, tre ragioni.

La prima è che gli utili del 2020 cominceranno a risentire degli aumenti salariali. Non sempre si tratta di aumenti rilevanti per i singoli, ma sempre, o quasi, è presente un aumento del monte salari, dal momento che le imprese continuano ad assumere aggressivamente a fronte di vendite che salgono lentamente. Segnaliamo per inciso che in Germania gli aumenti sono fortissimi, dell'ordine del 5-7 per cento e ben superiori alla crescita della produttività. La Germania continua a opporsi a un aumento degli investimenti pubblici, ma raggiunge finalmente un effetto simile in termini di stimolo attraverso le sue retribuzioni. Aumentandole, la Germania pratica una rivalutazione interna, rendendosi meno competitiva e andando a ridurre, in prospettiva, il surplus delle sue partite correnti (parte dei maggiori consumi si tradurrà infatti in più importazioni).



H. Sharrer. Workers and Paintings. 1943.

La seconda ragione di timidezza è che, se i tassi rimarranno stabili (come da ipotesi, anche in caso di crescita dell'economia) i multipli, da manuale, dovranno restare stabili anch'essi. L'espansione dei

multipli del 2019 è stata infatti giustificata dai tre ribassi dei tassi decisi dalla Fed.

La terza ragione di timidezza è che la seconda metà del 2020 sarà dominata in misura crescente prima dalle previsioni e poi dal risultato delle presidenziali americane di novembre, a oggi imprevedibili.

È qui (ma a questo punto parliamo del 2021) che rischia di saltare la put di Powell (con la Warren) o che rischia di essere reintrodotta la call (con Trump confermato).



Lavoratori dell'acciaio. 1930.

In altre parole, con un'amministrazione Warren sarebbe concepibile un SP 500 che se ne torna a 2000, il livello precedente l'elezione di Trump. La Warren (e non solo lei) cancellerebbe infatti i tagli sulle imposte corporate e, con queste, cancellerebbe anche la crescita del 24 per cento degli utili che ne è conseguita. Oltre a questo ci sarebbero una forte e costosa reregulation, un deciso aumento delle retribuzioni minime e una risindacalizzazione del mondo produttivo, il tutto in un clima di dichiarato attacco ai profitti.

Con una seconda amministrazione Trump sarebbe invece concepibile un SP 500 a 4000 nel corso del quadriennio (Eps a 200 con multiplo di 20), anche se a quelle altezze il volo sarebbe turbolento.

Di fronte a un possibile bivio di questa portata il mercato, a partire da metà dell'anno prossimo, si farà via via più prudente e nervoso. C'è ancora tempo, come si vede, e per ora rimaniamo costruttivi.

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 contenute 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.