

PUNTI DI TENSIONE

Quattro questioni difficili



Nuova Era. Anni Venti.

Il 2020 offre spunti per essere letto come un anno eccellente per i mercati finanziari, quasi come il 2019, o, alternativamente, come un anno molto difficile. Questo, si dirà, lo si afferma per qualsiasi anno o per qualsiasi unità di tempo. Dato un prezzo di mercato in qualsiasi momento, ci sono sempre ottime ragioni per definirlo troppo basso e altrettante per considerarlo troppo alto. L'aspetto nuovo del 2020 è l'ampiezza della dispersione delle stime ragionevoli.

Chi è filosoficamente o per temperamento ottimista non avrà difficoltà a guardare con grande fiducia a un 2020 ricco di soddisfazioni. Chi è incline al pessimismo sarà anch'egli, a modo suo, sereno o, quanto meno, convinto della credibilità dei suoi timori.

Chi però cerca di guardare le cose nel modo più neutrale possibile è destinato a un 2020 di nevrosi. Da una parte uno scenario di base molto invitante, dall'altra rischi di coda inquietanti. Il mercato sale con forza? Ovvio, lo scenario di base giustifica ben di più. Il mercato incappa in un vuoto d'aria improvviso? Ovvio, con quello che stiamo rischiando è già un miracolo che siamo ancora così in alto. La perfetta spiegabilità dei rialzi, così come quella dei ribassi, può indurre a rincorrere il mercato in una direzione e nell'altra, in una parola a pasticciare.

I punti di tensione su cui nevrologizzarsi sono quattro.

Il più immediato è il Covid-19. Lo scenario di base è tranquillizzante. Tutte le epidemie della storia hanno avuto un termine, altrimenti non saremmo qui a parlarne. D'altra parte, nel Covid-19 la mortalità è bassa e le reazioni per contenere l'epidemia, al di là delle esitazioni iniziali, sono state energiche e più che proporzionate, tanto in Cina quanto nel resto del mondo. Il fatto che Xi Jinping si sia fatto vedere in giro e che lo abbia fatto indossando la mascherina ha un alto significato simbolico. Il messaggio è che la dirigenza cinese ritiene conciliabile la veloce ripresa della produzione con il mantenimento di misure di sicurezza. Nell'Hubei è stato mandato un nuovo

governatore, un tecnocrate vicino a Xi (in tutte le province sta avvenendo da qualche tempo la sostituzione delle elites locali con commissari provenienti dal centro). Come fa ogni nuovo Ceo quando entra in carica, il nuovo governatore ha rivisto la contabilità delle perdite per attribuire tutto il male possibile alla gestione precedente. La revisione del numero dei malati non significa che l'epidemia si stia allargando, ma che le cose sono ora maggiormente sotto controllo e che, da qui in avanti, potranno solo migliorare. Quanto agli effetti sulla produzione, non passerà molto prima che siano riassorbiti, mentre passerà molto più tempo prima che le banche centrali di tutto il mondo abbandonino quell'ulteriore propensione a restare espansive che tanto è apprezzata dai mercati.



Nuova Era. Esuberanza irrazionale.

I rischi di coda sono però pesanti. I numeri cinesi sulle infezioni ci dicono di più sul numero di kit disponibili per la diagnosi che su quello dei malati, mentre chi muore senza essere stato testato non viene contato come vittima del Covid-19. Dal canto suo, la ripresa della produzione da una parte è lenta e dall'altra favorisce comunque nuovi contagi. C'è poi il rischio che il contagio si diffonda fuori dalla Cina frenando, anche nel caso di un numero modesto di casi effettivi, molte delle attività a cui si può più facilmente rinunciare (turismo, congressi, fiere) questa volta su scala globale. L'Europa, che viene da un 2019 negativo per il manifatturiero, rischia ulteriori contraccolpi.

Il secondo punto di tensione è di più lunga durata e riguarda il quadro macro e il paradigma da adottare nella visione degli asset finanziari. Lo scenario di base è che questa volta è diverso e che 30 è il nuovo 20. Fin da bambini ci viene insegnato che bisogna diffidare dei predicatori di roture col passato e dei teorici entusiasti della Nuova Era. E fin da bambini ci viene spiegato che quando i multipli azionari raggiungono il livello di 20 volte gli utili in un contesto di espansione già matura bisogna resistere al canto delle sirene e ridurre l'esposizione all'azionario.



Nuova Era. La Grande Moderazione.

Questa volta, però, sembra davvero esserci qualcosa di nuovo. Già un'espansione di undici anni è un fatto raro, ma ancora più raro, se non unico, è che all'undicesimo anno i tassi reali siano ovunque negativi e che quelli nominali siano anch'essi sotto zero in molti paesi. Ed è nuovo, almeno nei decenni recenti, che i predicatori della Nuova Era non siano venditori di olio di serpente nelle

piazze di paese ma banchieri centrali che annunciano con la massima chiarezza che i tassi reali rimarranno negativi per il tempo delle nostre vite. Quanto all'inflazione, o continuerà a essere contenuta come è stata in questi anni o aumenterà senza che questo cambi più di tanto i tassi di mercato.

L'esempio del Giappone, che da tre anni tiene a zero tutta la curva dei rendimenti dei governativi, si appresta a essere adottato di fatto da molte banche centrali almeno fino alla parte intermedia. Se poi Sanders diventerà presidente e arriverà a controllare la Fed, tutti i tassi, anche quelli a lungo, verranno portati a zero quale che sia il livello d'inflazione. È chiaro che un contesto di questo tipo favorisce la continua espansione dei multipli e che 30, per il rapporto tra prezzo e utili, è il nuovo 20.



Nuova Era. Trenta è il nuovo venti.

Il rischio di coda è che l'esperienza storica dimostra che è ben difficile che tutte le condizioni ambientali richieste per un continuo rialzo azionario rimangano in essere a lungo. Un'accelerazione della crescita può portare all'inflazione. Un rallentamento può portare a una riduzione degli utili. Nel primo caso è bene non avere bond, nel secondo il multiplo in espansione può non essere sufficiente a compensare gli utili che si riducono.

Il terzo punto di tensione per chi investe in questa fase storica è micro ed è quello tra temi emergenti avviati alla bolla da una parte e, dall'altra, le trappole di valore costituite da settori individuati come in decadenza terminale. Lo scenario di base è che la tendenza verso i disruptor, i verdi e gli Esg (e alla fuga da auto classica e fossili) continuerà a travolgere ogni resistenza fino ad eccessi mai visti. Il rischio di coda è che le nuove bolle assumano un carattere sempre più speculativo e diventino altamente instabili, mettendo a rischio l'intero mercato.

Al quarto punto di tensione, quello legato alle elezioni americane, dedichiamo solo un cenno, perché molto abbiamo detto e molto diremo nei prossimi mesi. Lo scenario di base è che rivinca Trump o che alla fine prevalga un democratico non radicale. Il rischio di coda è che Sanders venga sottovalutato dal mercato esattamente come lo fu Trump nel 2016. Un altro rischio sottovalutato è che ormai tutti i candidati democratici, Bloomberg incluso, sono schierati per forti aumenti delle imposte sulle imprese e per un rafforzamento della presenza sindacale a tutti i livelli della produzione.

Come comportarsi in questo contesto così complesso? Ovviamente va privilegiato lo scenario di base (epidemia che si risolve, contesto macro favorevole, temi verdi, America che rimane se stessa) ma con pesi decrescenti man mano il mercato sale e con contrappesi dedicati ai rischi di coda (oro in primo luogo). Nel complesso conviene ancora rimanere nel mercato, guardandosi però dall'assumere un atteggiamento speculativo.

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.