

TRE PIÙ UNO

Scenari per l'economia e per i mercati



Sofonisba Anguissola. Tre bambini con cane.

Dove siamo, a che punto siamo? Se proviamo a dare una lettura strategica dell'economia e dei mercati in questo difficile 2020 le interpretazioni diffuse sono tre. Vediamo quali sono prima di provare a proporre una quarta.

La prima lettura è che i danni della pandemia sono destinati non solo a restare strutturali e di lungo periodo, ma anche a manifestarsi seriamente e duramente a partire dall'autunno.

Il sollievo degli ultimi tre mesi è dovuto a due fattori. Da una parte abbiamo avuto la sensazione di avere preso le misure al virus e capito che, a certe condizioni, è contenibile. Dall'altra ci siamo dotati di un'ampia scorta di euforizzanti (Qe, sussidi, salvataggi industriali, garanzie pubbliche sui prestiti, monetizzazione spinta del debito) che hanno stabilizzato il nostro umore.

Questi fattori di sollievo sono però relativi. Avere preso le misure al virus (ammesso che sia vero) è positivo, ma viene subito neutralizzato dal calo della vigilanza che induce in tutti noi. Quanto agli effetti sull'economia, anche se abbiamo affrontato bene l'emergenza, non sappiamo quanta danni irreversibili produrrà la crisi. Possiamo subsidiare un disoccupato, ma nel tempo la sua perdita di know-how si tradurrà in molti casi nel venir meno della possibilità di rientrare nel mercato del lavoro. Quanto alle imprese dei settori colpiti dalla crisi, sussidi pubblici e utilizzo delle linee di credito possono per qualche mese mantenere una parvenza di vita, ma alla fine c'è sempre qualcuno che stacca la spina e il default è inevitabile.

In questa lettura il recupero in corso è dunque temporaneo, sia per l'economia sia per i mercati, e assomiglia a quanto accadde dopo il crash dell'ottobre 1929, seguito da alcuni mesi di apparente miglioramento prima dell'aggravarsi ulteriore della crisi. Il rialzo azionario da marzo a oggi è quindi solo un bear market rally e la cosa più saggia è approfittarne per vendere tutto.

La seconda lettura, al contrario della prima, sottolinea la continuità tra il ciclo economico e borsistico degli anni Dieci e la fase attuale, nella quale Covid rappresenta un incidente di percorso. Questa lettura non minimizza Covid ma, lungi dal considerarlo un elemento di rottura strutturale, lo vede

come un acceleratore delle tendenze già ben visibili nella seconda metà del decennio scorso, a livello macro, micro e di borsa. Sul piano macro viene portata alle estreme conseguenze, attraverso l'adozione di fatto della MMT, la teoria che la moneta non è una risorsa finita e che il deficit pubblico è espandibile a piacere in condizioni di mancanza di inflazione. Sul piano micro Covid accelera la disruption dei settori produttivi tradizionali e li obbliga a ristrutturarsi o morire. In borsa Covid esaspera il primato della crescita sul valore e la tendenza secolare al rialzo degli indici.



*Sofonisba Anguissola.
Ritratto di famiglia.*

Chi sposa questa visione resterà dunque investito in rischio e non si preoccuperà dei livelli raggiunti dai titoli di crescita, sovrappesandoli aggressivamente. Quanto ai ciclici, selezionerà solo gli innovatori e non si farà tentare dalle basse valutazioni degli altri.

La terza lettura prende atto della rottura ciclica. Non siamo quindi in una continuazione del ciclo precedente ma in una fase radicalmente nuova. La recessione è stata pesantissima e tale da creare in modo incontrovertibile le classiche premesse di un nuovo grande ciclo, dalla domanda arretrata accumulatasi in questi mesi (che darà impulso alla prima fase di recupero), alle misure anticicliche di governi e banche centrali fino al miglioramento della produttività (e, in prospettiva, dei margini di profitto) che le ristrutturazioni imposte dalle crisi tradizionalmente determinano.

Chi adotta questo punto di vista dà rilievo all'idea che ogni grande ciclo vede prodursi in borsa una leadership diversa da quella del ciclo precedente. Se i dieci anni passati hanno visto lo strapotere della tecnologia, i prossimi vedranno sicuramente qualcosa di diverso, anche se ancora non sappiamo che cosa (ciclici tradizionali o titoli con un dividendo molto più elevato del rendimento dei titoli pubblici?). In ogni caso, anche in questa terza lettura la borsa va sovrappesata.

Che fare dunque? Quale lettura adottare? Avanziamo una quarta ipotesi. Questa è una crisi di tipo nuovo e va affrontata pragmaticamente, facendo tesoro di tutte e tre le letture. La prima va vista come scenario di coda, possibile ma non probabile. Una quota di oro e di titoli governativi sicuri è sufficiente per attenuare il rischio di una recessione o depressione prolungata, ma la parte più rilevante del portafoglio va investita sulla base della seconda e della terza lettura, che contengono entrambe elementi di verità.



*Niccolò Frangipane. Quattro persone
che ridono con un gatto.*

Questa è infatti ancora un'economia che prolunga le tendenze strutturali del decennio scorso, a partire dall'avanzata costante, sia pure senza strappi, delle nuove tecnologie anche nei settori tradizionali. D'altra parte, tuttavia, la violenza della recessione e l'impatto sulle quotazioni di borsa dei ciclici sono tali da rendere interessante includerli in portafoglio in vista di una ripresa nei prossimi anni.

Un equilibrio tra crescita e ciclici potrà poi funzionare ancora meglio se ci si atterrà a due criteri. Il primo è quello di non strapagare la crescita. Esistono ancora titoli di crescita (anche di grandi dimensioni) che hanno valutazioni ragionevoli. Approfittiamone. Il secondo criterio, più impegnativo, è di scegliere solo i più solidi tra i titoli che esprimono valore, quelli che resteranno in piedi anche in caso di prolungamento oltre le attese di Covid e della recessione.



Frangipane. Bacchanale
(particolare).

Venendo al breve termine, notiamo una divergenza tra la borsa americana, in cui i ciclici sono di nuovo in fase di marcata debolezza, e le borse europee, che vedono i ciclici esprimere una certa forza.

Diamo due spiegazioni del fenomeno, invero piuttosto raro. La prima è legata a Covid, che appare sotto controllo in Europa e in fase di marcata attività in America. Il forte legame tra Covid e ciclo economico si traduce giustamente in debolezza dei ciclici americani e forza relativa di quelli europei.

La seconda spiegazione è che le borse, nel loro complesso, riflettono la politica monetaria espansiva in corso e devono comunque stare, di conseguenza, su un livello elevato. Dove sono disponibili ampi settori di crescita, come in America, i soldi evitano i ciclici e vanno direttamente sulla tecnologia, senza troppo timore di gonfiarne le valutazioni. Dove c'è prevalentemente valore, come in Europa, vanno comunque sui ciclici.

Gli indici, in ogni caso, sono sostanzialmente fermi da quasi due mesi. Dopo il grande recupero si è aperta una fase laterale che potrebbe prolungarsi fino alla fine dell'anno. Le borse hanno davanti a sé anni interessanti, ma per una ripresa del rialzo occorrerà verosimilmente un po' di pazienza.

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 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.