

## STALLO

---

### Una pausa, non un'inversione di tendenza

---

Negli scacchi lo stallo è la situazione in cui uno dei giocatori, pur non essendo sotto scacco, non può più muoversi senza finire sotto scacco. Lo stallo determina la conclusione immediata della partita in uno stato di parità fra i due giocatori.



*Un classico caso di stallo.*

Nella vita, nella storia e nei mercati lo stallo è un momento inevitabile. Anche le più audaci e spettacolari campagne militari napoleoniche ebbero momenti di stallo. A differenza degli scacchi, lo stallo nella vita non è un momento conclusivo, ma una sorta di deserto, attraversato il quale tutto riprende.

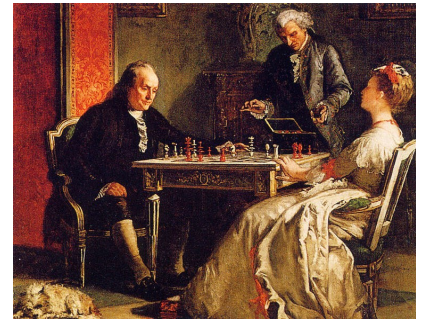
Il maggiore stallo nella fase presente è quello tra Covid e specie umana. Il Covid arretra in molti paesi per avanzare in molti altri. Europa e America si danno il cambio, con il virus in ritirata negli Stati Uniti e di nuovo avanzante da noi e in un buon numero di paesi emergenti. La sua pericolosità si attenua perché abbiamo imparato in molti casi a curarlo, ma il suo radicamento si fa più profondo e non sembra conoscere stagioni né essere passeggero.

I vaccini saranno di aiuto, ma non risolveranno tutti i problemi ancora per qualche tempo. Non arriveranno subito per tutti, non garantiranno una protezione completa e duratura, indurranno in certi casi comportamenti meno cauti che potranno temporaneamente creare nuovi focolai. D'altra parte nessun governo sarà disposto a ripercorrere la strada dei lockdown e delle quarantene su larga scala e anche questo, inevitabilmente, aiuterà il Covid a rimanere tra noi.

Eviteremo, augurabilmente, seconde ondate particolarmente gravi, ma permarranno, accanto ai comportamenti incauti, altrettanti comportamenti supercauti che manterranno sotto forte pressione i settori produttivi che, un po' moralisticamente, definiamo non essenziali o addirittura superflui, come il turismo, la ristorazione e perfino il caffè al bar sotto l'ufficio. Questo, a sua volta, renderà lento il riavvicinamento del Pil globale ai livelli pre-Covid. A un certo punto ci sarà una riconversione, ma un ristoratore che chiude il suo locale non diventerà in pochi giorni un ingegnere che progetta semiconduttori e nemmeno un operaio che si arrampica sui ponteggi per coibentare palazzine.

E così, dopo un buon rimbalzo nel terzo trimestre, l'economia globale sta per entrare in una fase più impegnativa, come si comincia a vedere dai dati sia in Europa sia in America. Sempre ripresa, intendiamoci, ma più lenta e accidentata.

Lo stallo è visibile anche a livello di policy. Il pacchetto fiscale americano che si attendeva per fine agosto è in alto mare e a questo punto potrebbe anche essere archiviato. Alcuni dei programmi fiscali già varati stentano a decollare o sono troppo complicati per essere utilizzati da chi più ne ha bisogno. Anche gli acquisti di titoli da parte delle banche centrali, pur procedendo, si sono fatti meno intensi.



*Benjamin Franklin gioca a scacchi.*

È vero, la Fed ha annunciato maggiore flessibilità strategica sull'inflazione, ma è un obiettivo per dopodomani e mancano le indicazioni su come si vorrà arrivare davvero a superare il due per cento. Quanto all'Europa, di superare il due per cento non si parla nemmeno, come si vede dalle ultime stime Bce sull'inflazione nel 2022, inchiodata all'1.3 per cento.

La Bce, d'altra parte ha uno spazio di manovra particolarmente stretto. Se decide di ampliare il Quantitative easing (cosa che farà comunque in dicembre e che è già nei prezzi) rischia di creare attriti con la Germania. Non facendolo, però, rischia di dare altra forza all'euro e, per questa via, di avere un'inflazione ancora più bassa e una ripresa più lenta.

Nei mercati lo stallo è evidente nell'arresto delle grandi tendenze e nella stanchezza delle narrazioni che le supportavano. Il Treasury decennale è immobile da sei mesi. L'oro è sugli stessi livelli di luglio. Lo stesso l'euro contro dollaro. Lo stallo più spettacolare è comunque quello dei grandi titoli tecnologici, che si sono mediamente rimangiati l'ultimo mese di rialzi.



*Alberto di Baviera e Anna d'Austria. 1552.*

Sui tecnologici giocano certamente fattori tecnici. Ben Hunt ha paragonato i derivati alla materia oscura, che non vediamo ma che costituisce il 90 per cento della massa dell'universo. I derivati si muovono su molte logiche, ma in quasi tutte il fuoco è la volatilità, non i prezzi. Mentre noi umani ci affanniamo sui prezzi e sui valori, nella dimensione parallela dei derivati le macchine lavorano giorno e notte sulla volatilità. In certi momenti la contengono, in altri, come negli ultimi giorni, la esasperano.

Non ci sono però solo gli algoritmi nella stanchezza sulla tecnologia. Infatti, se davvero stiamo rientrando (sia pure faticosamente) nella normalità, il premio straordinario per i tecnologici dovrà a un certo punto ridursi. E comunque, anche se siamo lontani dagli eccessi del 1999-2000, le valutazioni elevate richiedono periodiche verifiche.

Detto questo, nulla fa pensare che la fase di stallo diventerà a breve qualcosa di peggio. Agosto, settembre e ottobre sono costellati abitualmente da incidenti di percorso anche molto severi, perché sono la stagione in cui gli eccessi di ottimismo della prima parte dell'anno vengono corretti. Quest'anno il grande (grandissimo) incidente lo abbiamo vissuto in marzo e quella in corso è una modesta scossa di assestamento in un percorso di fondo ancora fortemente segnato dal recupero delle economie.



Giocatori di scacchi. 1875.

Se i policy maker sonnecchiano, è anche perché lo scenario di fondo lo permette. Non c'è inflazione, l'economia globale ha già recuperato due terzi di quello che aveva perduto con l'epidemia e continua a riprendersi. Se ci saranno ricadute o anche solo rallentamenti troppo marcati nel recupero si rimetterà mano alle politiche fiscali e monetarie, possiamo starne certi.

Anche se dovesse cessare, come sta succedendo in questi giorni, il flusso copioso di capitali speculativi sulle borse, rimarrà comunque il rivolo tenace (e capace di scavare qualsiasi roccia) di quanti ogni giorno si troveranno con un titolo in scadenza e, dopo avere verificato che i tassi sui bond sicuri non si muoveranno da zero per molti anni, si sposteranno su asset reali e borse, passando magari un periodo di acclimatazione con azioni con alto dividendo.

Per queste ragioni la modesta turbolenza in corso (che potrà anche continuare a fasi alterne fin dopo le elezioni americane) non ci induce a cambiare la scelta di fondo di rimanere esposti al rischio.

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.