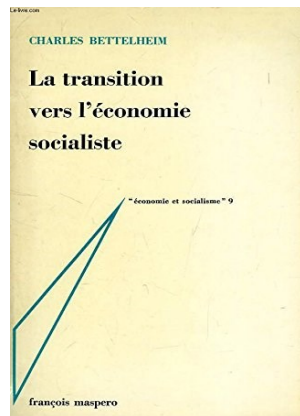


LA NUOVA RISK PARITY

Considerazioni sulla transizione al dopo-Covid



La transizione verso la Transizione.

Quando il movimento operaio internazionale, a metà dell'Ottocento, iniziò a pensare alla rivoluzione, il passaggio dal capitalismo al comunismo fu concepito come diretto, veloce e pulito. Ma già nei decenni successivi ci si rese conto che le cose, soprattutto nelle società occidentali, erano più complesse. Si cominciò allora a pensare a una fase intermedia, il socialismo. Ne nacque una ricca elaborazione teorica sulla transizione, supportata in seguito dall'esperienza dei successi e dei disastri del socialismo reale in Unione Sovietica. Nella seconda metà del Novecento il dibattito si spostò ulteriormente e, di fronte alla complessità crescente delle società che già allora si cominciavano a definire postindustriali, ci si rese conto che andava elaborata una strategia per la fase di transizione al socialismo, ovvero per la transizione verso la transizione. Poi arrivò il 1989 e mandò tutto per aria.

Oggi i mercati pensano ai vaccini come soluzione pulita e veloce alla pandemia e ipotizzano un passaggio istantaneo da Covid al dopo-Covid, come un interruttore della luce che da spento viene spostato su acceso. A guardare meglio, tuttavia, si nota che è soprattutto l'azionario sui massimi a muoversi su questa logica, in particolare quello europeo che, pur avendo pochi settori di crescita nei suoi listini, spinge gli indici verso i massimi portando old economy e ciclici, in molti casi, su livelli che sono già superiori a quelli di inizio anno, quando Covid sembrava ancora un problema interno cinese.

I bond, dal canto loro, confermano di essere il fratello maggiore serio ed equilibrato dell'equity e non pensano in modo bipolare che dal buio si passerà in un attimo alla luce. Se così fosse, in un mondo normale, i bond avrebbero già iniziato a scendere di prezzo e a salire di rendimento. È vero, si sta provando a muovere qualcosa sulla parte lunga della curva americana, ma non c'è convinzione, perché si sa che al minimo intoppo i rendimenti torneranno sui minimi in un attimo anche da quelle parti. Ma non c'è nemmeno bisogno di un intoppo per mantenere calmi i bond. È infatti sufficiente la loro consapevolezza che quella che si profila all'orizzonte non è la nuova età dell'oro già per Natale, quando saranno in distribuzione i primi

vaccini negli Stati Uniti, ma una lunga fase di transizione dalla malattia alla salute delle nostre economie.

La fase di transizione sarà lunga per due ragioni. Da una parte ci sarà un percorso accidentato della malattia, dall'altra ci sarà una risposta di policy, sanitaria ed economica, ispirata al principio di precauzione.



Laboratori Pfizer.

Il virus non si ritirerà per forza in buon ordine senza avere provato prima la strategia dei mongoli quando costruirono il più esteso impero della storia umana. Avanzare velocemente, fermarsi, sparire improvvisamente per dare al nemico l'illusione che tutto sia finito e poi ricomparire alle spalle a sorpresa per l'attacco finale.

I vaccini, dal canto loro, non arriveranno dappertutto subito. In Russia Sputnik-V esiste da agosto, ma le vaccinazioni di massa non sono ancora iniziate. Nella maggior parte dei paesi la vaccinazione sarà fortemente incoraggiata, ma non sarà obbligatoria e se tutti cercheranno di mandare avanti gli altri sperando di evitare un nuovo vaccino potenzialmente invasivo, alla fine i progressi saranno più lenti di come ce li immaginiamo oggi.

Gli stessi produttori di vaccini, ci dice il Chief Medical Officer di Moderna, non sono certi che i vaccinati non possano essere contagiosi. Finché non ci sarà questa certezza, che potrebbe anche non arrivare, il principio di precauzione indurrà non solo gli ipocondriaci, ma anche i governi a mantenere e incoraggiare comportamenti prudenti. Il virus, dal canto suo, potrà anche decidere di mutare, tanto per mettere alla prova i vaccini disegnati sul ceppo dell'anno prima, come succede con l'influenza tradizionale.

Per tutte queste incertezze e per le cicatrici dolorose formatesi in tutte le economie in questi mesi passati, le politiche fiscali e monetarie rimarranno ultraespansive per almeno un anno anche se il virus verrà debellato in poche settimane. In America gli elettori della Georgia, nel decidere il 5 gennaio quali senatori mandare a Washington, decideranno se l'espansione sarà più sul piano fiscale (come avverrà se il Senato passerà ai democratici) o su quello monetario (come avverrà se il Senato rimarrà repubblicano e se la Fed, come è certo, compenserà il minore stimolo fiscale con più Quantitative easing e con la ripresa dei programmi di finanziamento diretto a famiglie, imprese e, questa volta, anche governi locali). Alla fine, in ogni caso, lo stimolo sarà equivalente. Con la Yellen al Tesoro, del resto, si completa il processo di fusione tra banca centrale e Tesoro, un altro pilastro della MMT.



Laboratorio Moderna.

La stessa fusione sta avvenendo anche in Europa, con l'assunzione da parte della Bce di competenze fiscali e politiche senza precedenti nella storia degli ultimi decenni delle banche centrali. Con il decennale greco allo 0.66 nonostante il debito/Pil della Grecia sia oggi al massimo storico del 205 per cento si conferma



la completa nazionalizzazione dei mercati finanziari, ricompensati della perdita del loro senso con la tranquillità dei corsi garantiti. Ma non basta. Con la Yellen al Tesoro responsabile del dollaro, la pressione al rialzo sull'euro è destinata a crescere e la Bce, lungi dall'alzare i tassi in caso di ripresa, considererà eventualmente un loro taglio ulteriore, in particolare sui finanziamenti Tltro alle banche commerciali.

Nella transizione dalla malattia alla salute, quindi, continueranno a funzionare male, come avviene da qualche tempo, le politiche tradizionali di risk parity, ovvero di diversificazione tra governativi lunghi e azionario. Per molti anni tra le due classi c'è stata correlazione inversa. Se una scendeva, l'altra saliva e viceversa. Nella fase di transizione, con i governativi congelati, l'azionario salirà e scenderà senza bilanciamento da parte dei bond.

La nuova risk parity nell'epoca della transizione, a ben vedere, sarà tutta all'interno dell'azionario. Quando le cose andranno bene continueranno a correre i ciclici e la old economy, quando ci saranno intoppi si riprenderanno tecnologia e crescita.



Laboratori AstraZeneca.

Quanto al breve termine, siamo in piena transizione alla transizione. Le economie sono di nuovo in recessione, in particolare in Europa, e sono destinate, a parte la tregua natalizia, a rimanere semichiusate almeno fino a fine gennaio. I mercati gettano il cuore oltre l'ostacolo ed è giusto che sia così. Per chi investe è comunque importante capire che il percorso sarà lungo e non lineare.

Sovrappesati in azionario, dunque, e all'interno dell'azionario sovrappesati di ciclici fino a primavera. Ottimisti, quindi, ma consapevoli del lungo percorso che abbiamo davanti.

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.