

MERCATI IMPEGNATIVI

La navigazione si fa più complicata

Due temi, uno maggiore e uno minore, hanno dominato la scena dei mercati dopo che la pandemia ha aperto una fase nuova. Il primo, il maggiore, è stato il tema della ripresa e ha preso piede rapidamente a partire dall'aprile del 2020. Il secondo, il minore, è stato quello dell'eccesso di reflazione e si è aperto il 6 gennaio con la vittoria democratica in Georgia e la conseguente conquista del Senato, con la possibilità, da parte dell'amministrazione Biden, di perseguire una politica fiscale particolarmente aggressiva.



*Navi anseatiche ad Amburgo.
1241*

Chi si è attenuto esclusivamente al tema maggiore, la ripresa, ha comprato la borsa (senza distinguere troppo tra crescita e valore) ed ha assunto qualche posizione al rialzo sulle materie prime, senza esagerare. Quanto ai bond, si è limitato ad accorciare la duration e a privilegiare i crediti rispetto ai governativi. Chi ha seguito questo copione classico e collaudato ha avuto fino a oggi grandi soddisfazioni non solo perché ha visto crescere il valore del suo portafoglio, ma anche perché ha potuto dormire la notte abbastanza tranquillo per tutti questi mesi. Alla fine ha guadagnato su tutto e la volatilità sui bond e sulle materie prime non lo ha danneggiato, perché comunque i bond governativi si trovano oggi (come prezzo) sotto i livelli di un anno fa, mentre tutte le materie prime si trovano sopra.

Chi ha invece messo da parte il tema maggiore della ripresa per concentrarsi a partire da gennaio sui possibili eccessi della reflazione ha immaginato la trasformazione immediata dell'America in una replica di quella degli anni Settanta, dominata questa volta intellettualmente dalla Modern Monetary Theory. Su questa base ha comperato aggressivamente tutte le materie prime quando queste, nel 2020, erano già tutte salite molto. Poi si è messo al ribasso sul dollaro contro qualsiasi altra valuta, incluso l'euro. Infine si è messo al ribasso sui governativi.

Così facendo, ha spinto al rialzo il rendimento del Treasury dall'1.10 di metà gennaio all'1.74 di fine marzo mentre ha comprato l'euro, come poi si è visto, sui massimi di periodo, ovvero a 1.23 contro dollaro.

Si noti che mentre il primo approccio, investire sul tema maggiore della ripresa, è stato scelto dal denaro tranquillo (il real money) che non usa la leva, il secondo è stato seguito soprattutto da una parte dello smart money, che la leva la usa aggressivamente. Questo significa che quando l'euro ha perso forza propulsiva (prima in gennaio e poi in maggio), quando le materie prime hanno smesso di accelerare in modo sempre più parossistico e quando i bond, che sembravano lanciati verso il due per cento, hanno notato che la Fed non batteva ciglio di fronte all'inflazione, questi investitori si sono ritrovati stracarichi di euro e di materie prime e stracorti di bond e hanno dovuto chiudere affannosamente le loro posizioni, trascinando loro stessi i mercati nella direzione contraria a quella che avevano immaginato.



Scontro navale tra americani e inglesi. 1836

A oggi, considerando conclusa la fase della liquidazione di queste posizioni speculative, chi ha seguito il secondo approccio si ritrova perdite sui cambi e un modesto utile, rispetto a gennaio, su materie prime e bond. Ha quindi chiuso in pari da una parte, ma si è regalato molte notti agitate dall'altra.

Con questa lettura abbiamo dunque un movimento naturale e fisiologico (quello della ripresa) che è stato affiancato da un'onda anomala che prima ha creato eccessi in una direzione e poi è refluita completamente.

Ora che è finita questa distrazione provocata dall'onda anomala, si potrebbe pensare, torna più chiaramente visibile il tema di fondo, quello della ripresa, ed è su questo che va impostata la seconda parte dell'anno. In buona misura questo è vero, ma nel frattempo le cose si sono complicate. La rotta resta la stessa, la ripresa, ma la navigazione diventa da qui in avanti più impegnativa e le notti si prospettano un po' meno serene.

La prima questione è quella dell'inflazione. I reflazionisti (quelli che hanno puntato sul secondo approccio) hanno scambiato la prima ondata inflazionistica con il rialzo lento e strutturale che cominceremo a vedere dal 2023. Tra il primo e il secondo movimento ci sarà una fase di calma, tanto ingannevole, forse, quanto è stata ingannevole la prima ondata. Il Congressional Budget Office, un rispettato centro bipartisan al quale i politici di Washington si affidano quando vogliono conoscere i conti veri, ha ricalcolato l'output gap dei prossimi anni e ha anticipato al primo trimestre del 2022 il momento in cui l'America avrà colmato il gap tra produzione effettiva e produzione potenziale non inflazionistica. Il Cbo, con la sua grande autorevolezza, ha quindi confermato le analisi di JP Morgan, che vede il chiudersi dell'output gap già alla fine di quest'anno. Questo porta a un'alternativa non entusiasmante. O la crescita, per evitare l'inflazione strutturale, sarà più bassa di quella che il consenso si aspetta oppure di

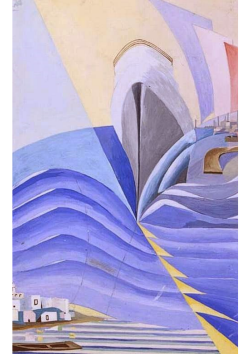


Miniatura di Jean Froissart. XV secolo

inflazione torneremo a parlare nei prossimi anni e sarà allora un'inflazione meno spettacolare ma più diffusa in tutti gli angoli dell'economia e, soprattutto, solida e radicata, con crescita lenta all'inizio e poi più veloce.

Una seconda possibile difficoltà per la navigazione nel secondo semestre è data dalla crescita meno brillante del previsto. Rimанiamo dell'avviso che il rallentamento iniziato tra maggio e giugno sia temporaneo, ma la situazione andrà monitorata con attenzione.

Una terza difficoltà, questa volta interna ai mercati, è già offerta dalle valutazioni e dal posizionamento. Le valutazioni, per essere sostenibili, hanno bisogno di un buon livello di crescita (probabile, come abbiamo visto, ma non certo). Quanto al posizionamento, negli ultimi tempi si è diffusa l'idea di un mercato in equilibrio, ma questo è da dimostrare.



Benedetta Cappa.
Nave futurista. 1934

La giornata di lunedì, con il suo ribasso improvviso, va tenuta in considerazione non tanto per l'entità della correzione, ma per il fatto che un ribasso assolutamente fisiologico ha prodotto un livello di paura quasi paragonabile, secondo una rilevazione della Cnn, a quello di un crash. Questo significa che il mercato o ha la coda di paglia sulle valutazioni o ha un posizionamento che non è così equilibrato come si cominciava a pensare.

Il fatto che la caduta di lunedì sia stata prontamente recuperata significa che la liquidità abbondante creata dalle banche centrali funziona ancora bene nel tenere alto il livello del mare e delle imbarcazioni che ci navigano sopra. È per questo, alla fine, che continuiamo a vedere una seconda parte dell'anno sostanzialmente positiva per le borse e per le materie prime, anche se con meno aspettative di rialzo rispetto alla prima metà e con un po' di volatilità in più.

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.