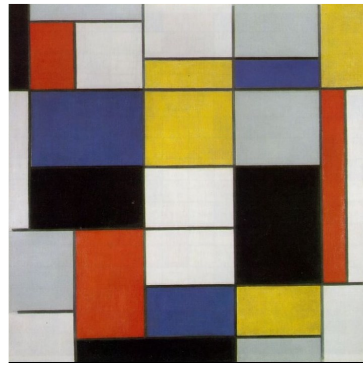


OLTRE IL TAPERING

Il mercato anticipa troppo il rialzo dei tassi



Mondrian. *Composizione. 1920*

Una volta i manuali scolastici erano più piccoli di dimensione, ma erano talmente densi da creare negli studenti il bisogno di supporti (i bigini, nel lessico dell'Italia settentrionale) che contenevano riassunti e, soprattutto, schemi chiari e semplici. Oggi le case editrici pubblicano manuali immensi, che al loro interno contengono anche riassunti e schemi. Molti studenti, tuttavia, preferiscono ancora ripassare (o studiare) sui libriccini di supporto, perché le loro ridotte dimensioni li

intimidiscono meno e perché gli schemi che trovano al loro interno sono particolarmente curati.

Proviamo allora anche qui a schematizzare i rapporti possibili tra le due variabili storicamente più importanti per decidere le sorti dei mercati finanziari, la crescita dell'economia e l'inflazione. Distinguiamo tra quattro stati possibili e li elenchiamo in ordine di preferenza dal migliore al peggiore.

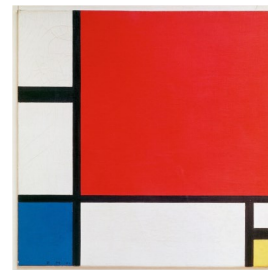
1. Alta crescita e bassa inflazione. È il migliore dei mondi possibili, naturalmente, ma ha il difetto di non essere così frequente nella storia come vorrebbe farci credere una certa mitologia dell'età dell'oro che ci saremmo lasciati alle spalle per colpa dei nostri errori. Nel mitologico Ottocento, ad esempio, l'inflazione fu certamente bassa (e spesso ci fu deflazione), ma la crescita media non fu così alta come si potrebbe pensare. Andò meglio negli ancora più mitologici anni Cinquanta del Novecento, ma non bastò a scaldare più di tanto i cuori dei mercati azionari, che si mantennero prudentissimi e continuarono ad applicare agli utili dei multipli straordinariamente bassi.

2. Alta crescita e alta inflazione. È il nuovo mondo post-pandemico in cui qualsiasi asset va bene purché non sia il cash. Per ritrovare precedenti recenti dobbiamo risalire ad alcune fasi degli anni Novanta e Duemila.

3. Bassa crescita e bassa inflazione. È il mondo del decennio scorso, che i mercati si raccontarono compiaciuti come Goldilocks e che Larry Summers definì più brutalmente come stagnazione secolare.

4. **Bassa crescita e alta inflazione.** Detta anche stagflazione, questa è la condizione in cui si ritrovarono gli altrettanto mitologici (questa volta in senso negativo) anni Settanta.

I dati odierni relativi al terzo trimestre negli Stati Uniti danno in apparenza ragione a quelli che sostengono che stiamo gradualmente scivolando dal secondo al quarto scenario. Con l'inflazione al 5.7 (più alta del previsto) e con il Pil annualizzato al 2.0 (un terzo di quello che ancora in primavera si pensava che sarebbe stato) la stagflazione, sostengono, è quasi realtà.



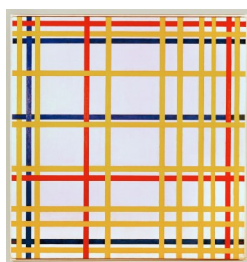
Mondrian. *Composizione II*. 1930

Le cose sono però più complicate e gli schemi, che spesso sono d'aiuto, possono talvolta essere fuorvianti. Lo schema che abbiamo tratteggiato sopra, basato su crescita e inflazione, va infatti integrato con altri due elementi prima di dirci cosa ci dobbiamo aspettare dai mercati finanziari. Il primo è la direzione in cui si stanno muovendo crescita e inflazione. Il secondo è la funzione di reazione delle banche centrali rispetto all'inflazione.

Riguardo alla direzione, possiamo fortunatamente dire che il terzo trimestre è stato un'anomalia. La variante delta ha infatti depresso sia la domanda sia l'offerta, facendo così scendere la crescita e gonfiando l'inflazione. Ora che l'impatto della variante sembra attenuarsi (quanto meno nei paesi più sviluppati dell'Occidente) è probabile che già in questo quarto trimestre vedremo un'accelerazione della domanda e un attenuarsi, quantomeno in alcuni settori, delle tensioni sull'offerta. Avremo quindi un Pil in ripresa e un'inflazione che ben difficilmente salirà ancora e che verosimilmente si avvierà su un lento percorso discendente.

Riguardo alla funzione di reazione delle banche centrali rispetto all'inflazione, va ricordato che siamo entrati in un mondo nuovo. In quello precedente i tassi venivano alzati per prevenire l'inflazione, ma nel mondo nuovo c'è una benigna indifferenza verso i prezzi che salgono e i tassi vengono mantenuti vicino a zero.

Poiché ai mercati l'inflazione interessa nella misura in cui muove i tassi, se i tassi non vengono mossi è come se l'inflazione non esistesse. Nel mondo dei bond e delle borse, quindi, siamo oggi più vicini al primo scenario (alta crescita e inflazione bassa) che non al secondo.



Mondrian. *New York City I*. 1942

Questa condizione di Nirvana non durerà in eterno. Se l'inflazione scenderà e i tassi verranno tenuti stabili vicino a zero, i tassi reali, pur restando negativi, saliranno. Ma poiché l'inflazione non scenderà molto, la stretta sarà poco avvertibile. Con una stretta poco avvertibile e una crescita dell'economia in riaccelerazione i mercati avranno l'anno prossimo qualche spazio per esplorare nuovi massimi. Guardando oltre, la durata di

questo scenario positivo verrà decisa alla fine dall'andamento della produttività.

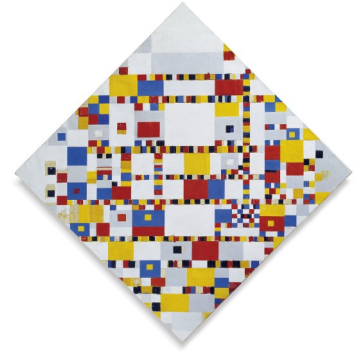
Concludiamo con un'ultima osservazione. In uno studio appena pubblicato, Goldman Sachs confronta la crescita globale media negli anni Novanta, 2000 e 2010. La conclusione interessante è che, sia calcolata in valuta corrente, sia calcolata in parità di potere d'acquisto, tale crescita, da un decennio all'altro, è stata molto simile e si è aggirata intorno al tre per cento all'anno.

Abbiamo dunque vissuto convulsioni di ogni tipo, vere o percepite, ma la crescita si è sempre riposizionata intorno al baricentro del tre per cento. Molto ha contato la Cina, che con la sua politica anticiclica rispetto al resto del mondo ha svolto un importante ruolo di stabilizzazione.

Riteniamo che nel decennio che si è aperto, nonostante le nuove politiche economiche, non ci discosteremo molto da questa sorta di velocità di crociera. Questa volta, tuttavia, ci sarà un maggiore contributo dei paesi occidentali e una progressiva decelerazione cinese.

Venendo al breve termine, i mercati azionari, dopo avere terminato la correzione e fatto segnare nuovi massimi, si avvicinano ora con qualche trepidazione all'avvio imminente del tapering. C'è anche una certa confusione sulla data di avvio del rialzo del ciclo di rialzo dei tassi americani, che il mercato vede ora già a metà dell'anno prossimo e la Fed alla fine del 2022 se non all'inizio del 2023. Il mercato, a nostro avviso, avrà ragione solo se la crescita dell'economia sarà molto forte.

Sappiamo che, da sempre, il mercato azionario incassa benissimo il rialzo dei tassi in presenza di crescita forte. L'unico scenario che l'azionario può a questo punto temere è che la Fed alzi i tassi in un momento in cui l'economia sta iniziando a rallentare. Si tratta però di dinamiche che non riguarderanno i prossimi sei mesi e per le quali non ha molto senso preoccuparsi oggi.



Mondrian. *Victory Boogie Woogie*.
1942-44

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.