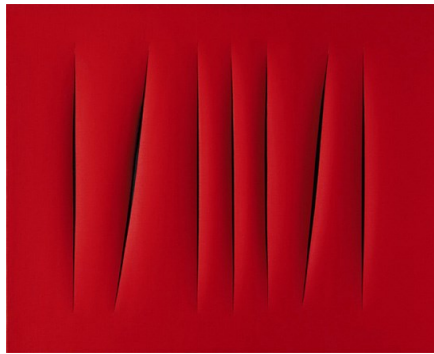


ATTESE

Perché le borse non pensano a una recessione?



Lucio Fontana. *Attese*

Si discute molto, nel mondo obbligazionario, della prossima recessione. La ragione è che l'inversione della curva dei rendimenti, che ha fatto capolino in America nei giorni scorsi (con le scadenze a due anni che hanno superato il rendimento di quelle decennali), è considerata un indicatore molto affidabile (anche se non infallibile) di recessione imminente.

Quanto imminente? Non c'è una regola precisa, ma l'esperienza storica dell'ultimo mezzo secolo, con una sola eccezione, vede arrivare una recessione entro due anni dal primo episodio di inversione della curva. Due anni, per inciso, sono anche la stima di Larry Summers, l'unico tra i grandi economisti mainstream che abbia finora previsto correttamente l'andamento dell'inflazione. Summers sostiene infatti che la stagflazione è praticamente certa entro 24 mesi e che una recessione è probabile.

L'inversione della curva dei rendimenti suscita ogni volta dibattiti accalorati tra coloro che insistono sulla sua validità come indicatore e chi invece afferma che questa volta è diverso. A sostenere la tesi della differenza è anche la Federal Reserve, che in uno studio appena pubblicato afferma che una recessione non ci sarà. Se ci sarà, non sarà per colpa delle politiche della Fed, ma della credenza superstiziosa del mercato che, diffondendo pessimismo, creerà le condizioni perché la profezia di recessione si autoavveri. Tagliente come sempre, Albert Edwards scrive che l'indicatore più robusto di una recessione imminente è quando la Fed nega che l'inversione della curva ne sia un indicatore.

Molta energia intellettuale viene spesa, questa volta più che mai, nella ricerca della formulazione più rigorosa possibile della teoria dell'inversione. Qual è l'inversione decisiva? Quella fra due e dieci anni, quella tra tre mesi e cinque anni o qualsiasi altra che sia possibile riscontrare? Che pensare se la curva è sinusoidale o irregolare? È davvero necessario che l'inversione tra Fed Funds e dieci anni confermi quella tra due e dieci?



Questa attenzione spasmodica è ammirevole ma è anche un po' oziosa. Lascia anche perplessi il cambiamento repentino di umori e attese nei momenti in cui una curva sostanzialmente piatta ma sempre in movimento diventa magari per un attimo invertita per un'inezia e poi, poco dopo, regolare per un'altra inezia. Si dimentica poi che la curva può essere manipolata facilmente (in modo più o meno ufficiale) da acquisti e vendite della banca centrale.

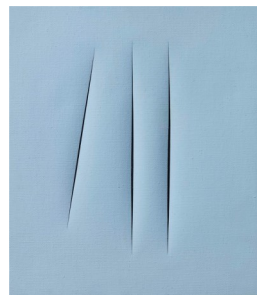


Lucio Fontana. Concetto spaziale, attese. 1965

Insomma, per i non specialisti quello che conta è il messaggio di fondo, quello per cui una curva dei rendimenti che tende a invertirsi è un segnale di pericolo da non trascurare. Se i tassi a lungo termine sono più bassi di quelli a breve significa che il mercato ritiene che i rialzi che la banca centrale sta facendo o ha in programma saranno tali da arrestare il ciclo espansivo e renderanno necessari dei ribassi nel medio termine.

Del resto, alzando lo sguardo dalla curva e guardando al mondo, si vedono una guerra, economie che rallentano, costi per le imprese che salgono (materie prime, tassi più alti, tensioni salariali, caos nelle filiere produttive), margini sotto pressione e pochi spazi per politiche fiscali espansive mentre le politiche monetarie si avviano verso la normalizzazione.

Perché dunque, viene da chiedersi, le borse tengono, incassano bene (dopo le paure iniziali) la guerra e le sanzioni e si permettono perfino il lusso di riprendere in mano i temi più assurdamente speculativi del 2021 come le meme stocks? Perché alla cautela di molti investitori istituzionali corrispondono il coraggio del retail (che ha venduto bond e comprato aggressivamente borsa sui minimi di guerra) e l'ottimismo implicito delle imprese americane che comprano azioni proprie più di quanto non abbiano mai fatto?



Lucio Fontana. Attese. 1964

La risposta è che per comprare azioni non è sempre necessario avere un grande entusiasmo per il futuro. È sufficiente, in un contesto di disordine e di inflazione come l'attuale, che ci sia ancora un po' di crescita. O che per una Fed che annuncerà fra pochi mesi il Quantitative tightening ci sia una Banca del Giappone che si prepara a creare liquidità potenzialmente infinita per mantenere il controllo della sua curva e non tornare in deflazione (spingendo gli investitori domestici a comprare Treasuries americani).

Del resto, anche se la crescita inferiore alle attese dovesse lasciare davvero il posto alla stagflazione, l'azionario continuerebbe a rappresentare il male minore rispetto all'obbligazionario, almeno fino a quando le imprese saranno in grado di scaricare sui loro listini gli aumenti dei loro costi. Solo un contesto di recessione conclamata e di domanda di nuovo debole travolgerebbe anche l'azionario.

Detto questo, è possibile che nel secondo trimestre i flussi dai bond all'azionario che abbiamo visto nel primo trimestre si arrestino o si invertano di segno. Tatticamente i bond hanno qualche spazio di recupero, mentre l'azionario potrebbe fermarsi.

Le materie prime, dal canto loro, continuano a costituire un'interessante diversificazione di portafoglio. La decisione americana di immettere aggressivamente riserve strategiche di petrolio sul mercato può fermare il rialzo fino alle elezioni di novembre, ma crea le condizioni per un prezzo ancora più alto dopo che le riserve saranno scese a un livello incompressibile. Quanto ai metalli industriali, gli stock continuano a scendere e nuove tensioni sui prezzi, a meno di una recessione globale, saranno inevitabili. La forza delle materie prime continuerà a riverberarsi positivamente sui paesi emergenti che ne sono produttori, sulle loro valute e sulle loro borse.



Lucio Fontana.
Concetto spaziale,
attesa. 1960

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

Tutte le opinioni espresse sono basate sulle valutazioni e sulla strategia di Kairos Partners SGR S.p.A. ("Kairos") alla data di redazione e sono suscettibili di variazione senza preavviso o successiva comunicazione.

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.