

UNA LUCE LONTANA

Tenere, comprare su debolezza, ma non rincorrere il rialzo



Pescatori in mare. William Turner. 1796

Si usa dire che il sell side (gli intermediari finanziari che propongono idee operative ai clienti finali) è sempre positivo (o costruttivo, come si dice quando si vuole essere più eleganti e moderati). Spesso è vero. I clienti finali non amano sentirsi descrivere scenari negativi e riducono la loro operatività quando c'è pessimismo nell'aria. I banker e i consulenti, dal canto loro, non amano riportare ai clienti analisi negative che li potrebbero indurre a rifugiarsi nella liquidità. Gli analisti, in questo contesto, ci pensano due volte prima di dare indicazioni non rassicuranti.

Intendiamoci, il lavoro degli analisti sell side è spesso di ottima qualità e ha comunque valore. L'utilizzatore delle loro analisi, tuttavia, se ha un po' di esperienza è consapevole della loro inclinazione positiva e fa la tara rispetto alle loro indicazioni. Alla fine il sistema è in equilibrio e funziona.

Dopo queste premesse è interessante notare come in questo momento il tono di alcune tra le case più autorevoli sia più cauto di quello del mercato. L'indice SP 500 si trova infatti sopra l'obiettivo che alcuni degli strategist che di solito fanno opinione indicano non solo per il 2022, ma anche per il 2023.

Il mercato, come è noto, fa quello che vuole e alla fine ha comunque l'ultima parola, perché fa i prezzi. Il mercato va quindi rispettato anche quando si comporta in modo apparentemente irrazionale, se non altro perché la sua irrazionalità può fare parecchi danni non solo a chi si lascia troppo coinvolgere dall'entusiasmo o dal panico, ma anche a chi si mette di traverso e rischia di essere travolto.

Va poi notato che il mercato è spesso più agile degli analisti e più veloce ad adeguarsi ai mutamenti, reali o percepiti. L'indicazione di un obiettivo di prezzo per un indice di borsa da parte di una grande casa è qualcosa che va attentamente ponderato perché finisce sui media e può avere un impatto importante sui mercati e, attraverso questi, perfino sull'economia. Questi

obiettivi di prezzo non sono scolpiti nella pietra, ma non possono essere cambiati troppo spesso, pena la perdita di credibilità.

Non è la prima volta che si produce questo scostamento tra mercati e analisti. Era già successo in agosto, in forma anche più accentuata, quando l'indice SP 500 aveva superato quota 4300. Allora però era chiara la natura esclusivamente tecnica del rialzo, favorito anche dalla rarefazione estiva degli scambi. Questa volta il rialzo ha però almeno un solido argomento dalla sua, ovvero la forte discesa dell'inflazione. Da questa al pensare al pivot da parte della Fed il passo è breve.



Notte stellata. Van Gogh. 1889

Nella lettura del mercato quasi tutti gli scenari immaginabili sono in un modo o nell'altro positivi. Se l'economia continuerà a crescere con la velocità piuttosto sostenuta che ha mostrato negli ultimi due mesi, questo sarà positivo per gli utili e quindi sosterrà la borsa. Se l'economia crescerà tra lo zero e l'uno per cento avremo uno scenario Goldilocks, che piace sempre. E se anche il rallentamento dei prossimi mesi dovesse trasformarsi in una recessione moderata, allora il pivot verrà anticipato e avremo un'espansione dei multipli trainata dai tassi in discesa e quindi dai bond.

Se poi la Fed dovesse insistere con la linea dura, che Powell e una parte dei componenti del Fomc sembrano voler confermare, allora sarà il forte rialzo dei governativi lunghi a trascinare verso l'alto la borsa.

Alla peggio, ragiona in questo momento il mercato, si tratterà semplicemente di avere un po' di pazienza e aspettare che anche la Fed si convinca della serietà del processo disinflazionistico. Il lieto fine è comunque sicuro. Al più tardi nel 2024 (ma il mercato pensa già nella seconda metà del 2023) la Fed inizierà a tagliare i tassi. Poiché il mercato cerca sempre di anticipare, ad aspettare la Fed si rischia di dovere comprare su livelli più alti. Tanto vale dunque comprare subito.



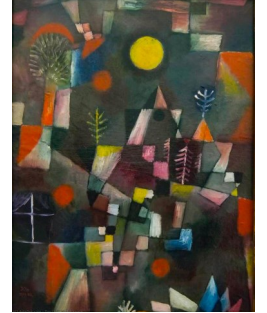
*Il violinista blu.
Marc Chagall. 1947*

Dal lato degli analisti si risponde facendo notare che l'inflazione non è ancora scesa in modo generalizzato. La trimmed inflation, calcolata dalla Fed di Dallas escludendo le code nella distribuzione degli aumenti di prezzo, fatica a scendere. In ogni caso, anche quando tutti gli indicatori saranno diventati rassicuranti, la Fed manterrà il piede sul freno per qualche tempo per essere certa di non ripetere l'esperienza degli anni Settanta, quando i prezzi rimbalzarono non appena la banca centrale iniziò a tagliare i tassi.

Inoltre, stando alle dichiarazioni di Powell e Bullard, la Fed avrebbe addirittura aggiunto un rialzo, per il prossimo maggio, a quelli di gennaio e febbraio che già il mercato ha scontato. E più il mercato si rilassa e anticipa i festeggiamenti, più la Fed si sente tranquilla nel proseguire coi rialzi.

Il secondo ordine di motivi che inducono gli analisti alla cautela è legato alla crescita e agli utili. Ben pochi prevedono ormai una crescita degli utili per il 2023, mentre alcuni stimano in un 10-15 per cento la possibile contrazione. Con valutazioni che, con i tassi a questi livelli, non appaiono sacrificate, lo spazio per un apprezzamento dei corsi è ben poco.

Ancora più radicale è la voce di Zoltan Pozsar. I mercati, dice, continuano a pensare in termini di normale succedersi dei cicli economici e non vedono l'elefante nella stanza, ovvero l'economia di guerra nella quale siamo entrati da febbraio. Economia di guerra significa disavanzi pubblici elevati, forti spese per il riarmo, per il reshoring di comparti industriali strategici come i semiconduttori e per una transizione energetica complicata e costosa. Questi disavanzi, se non si vuole che generino inflazione, dovranno essere bilanciati da tassi reali ben più alti rispetto a quelli del decennio scorso.



*Luna piena.
Paul Klee. 1919*

Anche se l'economia globale sembra essersi adattata alla guerra meglio di quanto si poteva pensare, il monito di Pozsar dovrebbe comunque indurre i mercati a creare un premio per i nuovi rischi strutturali che hanno cominciato a profilarsi.

Come muoversi tra queste due opposte pulsioni, quella rialzista dei mercati e quella più cauta di molti analisti? Una prima considerazione è che sembra giustificato festeggiare il passaggio da una situazione in cui in fondo al tunnel era tutto buio a una in cui è comparsa la luce. Una seconda considerazione è che il tunnel rischia di essere però ancora lungo e includere un primo semestre in cui i tassi saliranno ancora e un secondo semestre che vedrà un rallentamento dell'economia.

In pratica questo significa che siamo passati da una lunga fase in cui erano da vendere i rialzi a una nuova fase, che durerà tutto l'anno prossimo, in cui saranno da comprare i ribassi. E ribassi ce ne saranno ancora, se è vero che nessuno ha abbandonato la definizione di bear market rally per quello che sta accadendo. Nessuno, in altre parole, sta dicendo che è già iniziato un nuovo bull market.

In sintesi, quindi, tenere, comprare su debolezza e non rincorrere troppo il rialzo in corso se non in un'ottica di trading di qui a fine anno.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. 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 variazioni senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. 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.