

FRENATA DOLCE

Tassi, crescita e utili verso il punto d'inversione



Robert Delaunay. *Le premier disque*. 1912

Il mercato obbligazionario è forte perché pensa che la recessione sia quasi inevitabile e che il credit crunch messo in moto dalle crisi bancarie delle scorse settimane non farà che avvicinare il momento in cui le banche centrali saranno costrette a tagliare i tassi.

Il mercato azionario, dal canto suo, è forte perché pensa che non ci sarà nessuna recessione e che gli utili continueranno a sorprendere al rialzo. Se poi le banche centrali taglieranno, tanto meglio.

Come possono convivere queste due narrazioni? Si possono provare a dare diverse spiegazioni.

La prima è che la disinflazione (torneremo su questo punto) fa tradizionalmente bene a tutti gli asset finanziari. Finché la recessione e la discesa degli utili non si manifestano sul serio, bond e azioni salgono insieme, esattamente come sono scesi insieme l'anno scorso quando l'inflazione ha continuato a sorprendere al rialzo.

La seconda è che i rialzi dei tassi e, ancora di più, il credit crunch, incideranno nei prossimi mesi molto di più sulle piccole imprese che sulle grandi. Le piccole (pensiamo al negozio dell'angolo) non sono quotate in borsa e si finanziano attraverso le banche con prestiti brevi o comunque a tasso variabile. Le grandi, che danno forma e consistenza alle borse, hanno fatto il pieno di finanziamenti a tasso fisso negli anni scorsi, quando i tassi erano a zero o negativi, e non risentono più di tanto del credit crunch perché non si finanziano attraverso le banche ma direttamente sul mercato.

Le piccole imprese pesano sul mercato del lavoro più di quelle grandi. Saranno i negozi dell'angolo, quando la banca non rinnoverà più il loro finanziamento o lo rinnoverà a un tasso molto più alto, che inizieranno a licenziare e a riportare il mercato del lavoro in equilibrio, a tranquillizzare le banche centrali e a confermare la forza dei bond. Le grandi imprese, finora,

hanno annunciato licenziamenti limitati più per sostenere il loro valore in borsa più che per fare quadrare i bilanci.

Una terza spiegazione è che non bisogna prestare troppa attenzione alle narrazioni e, nello specifico, al fatto che i bond sembrano ipotizzare una recessione mentre l'azionario sembra escluderla.

Uno dei famosi aforismi di Bob Farrell recita che non è la narrazione a fare il mercato, ma è il mercato a fare la narrazione. In altre parole, il mercato non sale o scende perché si convince di una certa tesi, ma sale o scende e poi, a cose fatte, razionalizza il tutto confezionando una narrazione. Nel nostro contesto, dunque, prima bond e azioni salgono e poi si costruiscono una spiegazione.

Già, ma perché salgono? Forse perché c'è una forza strutturale, la liquidità, che sostiene entrambi. Ricordiamo che la base monetaria globale, nonostante il Quantitative tightening americano, è tornata vicino ai massimi storici. È vero, l'offerta di moneta (la moneta creata dalle banche commerciali) è in contrazione negli Stati Uniti, ma questo produrrà i suoi effetti più avanti.

Andando a verificare gli indicatori macro, vediamo che sul più importante in questa fase, l'inflazione, si cominciano a vedere segnali di raffreddamento non solo sull'headline, ma anche sui dati core e supercore e sull'inflazione salariale. È corretto che il mercato ne prenda atto, ma due ragioni invitano a una certa prudenza. La prima è che l'inflazione supercore, quella che la Fed dichiara di guardare con più attenzione, è ancora molto al di sopra dell'obiettivo dichiarato del 2 per cento. La seconda è che il prossimo dato headline dovrà riflettere il rialzo delle materie prime delle ultime tre settimane. Il petrolio, in particolare, è risalito dai 73 dollari del 17 marzo agli 87 attuali.



Robert Delaunay. *Rythme*. 1934

Quanto alla crescita, è vero che i dati di quest'anno sono finora stati buoni, ma non si può ignorare la recente previsione dello staff della Fed, che ipotizza una modesta recessione nel secondo semestre prima di una ripresa per il 2024 e il 2025. Lo staff della Fed, i famosi 300 PhD del suo ufficio studi, ha dimostrato più volte, negli ultimi tre anni, di non essere infallibile, ma è comunque da prendere in seria considerazione.

È significativo che l'ultimo Fomc, nonostante la previsione di una recessione dello staff e le recenti crisi bancarie, abbia lo stesso alzato i tassi e prefigurato un ulteriore rialzo in maggio. È il



Robert Delaunay. *Forme circolari*. 1930

segno che una modesta recessione viene vista dalla Fed come un prezzo accettabile. Anche i due leader delle colombe democratiche del Fomc (Goolsbee e Daly), pur con toni più sfumati, non si discostano molto da questa linea.

Il calendario politico, del resto, detta i tempi. Per permettere a Biden di dichiarare vinta l'inflazione nella campagna elettorale che si aprirà nella primavera dell'anno prossimo, bisogna che una frenata ordinata e controllata dell'economia abbia luogo entro la fine di quest'anno. Questa frenata deve essere tale da garantire non solo una discesa di tutti gli indicatori di inflazione al 3 per cento nel 2023, ma anche da evitare un rimbalzo nel 2024, quando l'economia sarà in ripresa.



Robert Delaunay. Rythme 1. 1938

Per queste ragioni il secondo semestre potrebbe portare a una divergenza tra bond e azioni. Una modesta recessione sarebbe infatti favorevole ai bond, ma neutrale o leggermente negativa per l'azionario, che dovrebbe bilanciare le attese di ribasso dei tassi con una contrazione, per quanto limitata, degli utili. Nel breve termine, in ogni caso, l'azionario sarà sostenuto da una reporting season anche per questa volta migliore delle attese. Il primo trimestre ha visto infatti una buona crescita dell'economia globale e una ripresa dell'inflazione, che per le imprese (in un momento in cui hanno ancora un forte pricing power) significa utili nominali più alti.

In questo contesto oro e Bitcoin tornano a brillare. L'oro, che è sempre oggetto di acquisti da parte di molte banche centrali, trova tradizionalmente spazio nelle fasi in cui i tassi iniziano a flettere e l'upside delle borse appare limitato. Il Bitcoin, raddoppiato di prezzo dall'inizio dell'anno, segue una logica simile.

Alessandro Fugnoli
Kairos Group Strategist

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 e 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.

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com

