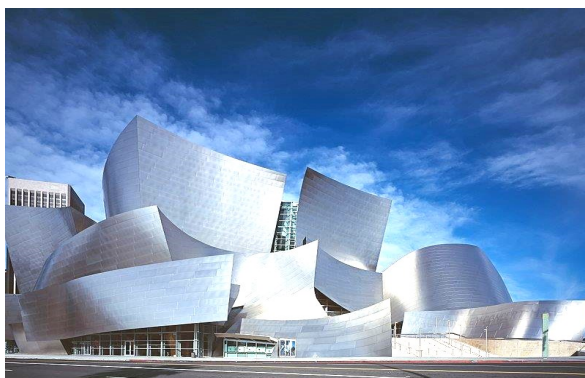


VERSO UNA CORREZIONE

Il rialzo ha bisogno di una sosta. Inizia una fase irregolare



*F. Gehry. Disney Concert Hall.
Los Angeles*

I mercati ci provano, si buttano da una parte e dall'altra nel tentativo di riflettere e anticipare la realtà sottostante, ma capire quello che succede sta diventando davvero difficile. Ancora più difficile, di conseguenza, è capire come comportarsi.

Tanto è stato lineare il primo semestre, infatti, quanto il secondo si profila irregolare e

nevrotico come l'architettura postmoderna di Franz Gehry. Nei primi sei mesi (ma in realtà dall'ottobre scorso) la narrazione dominante è stata quella, molto rassicurante, di un'inflazione in discesa e di una economia a tratti perfino troppo forte. Le banche centrali si sono mostrate di nuovo attente a dosare i rialzi in modo da non danneggiare la crescita.

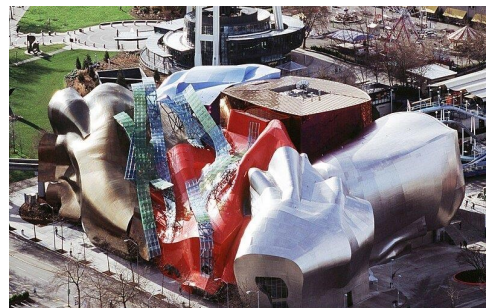
Il posizionamento, prudente per le perduranti attese di recessione, ha aiutato il rialzo. Di fronte al rischio di rimanere esclusi dal rialzo azionario, molti gestori diffidenti hanno capitolato e comprato, aiutando a loro volta il recupero. Hanno aiutato anche le valutazioni di partenza, ragionevoli o sacrificate in Europa e Asia e in una parte rilevante delle borse americane.

In questo contesto i mercati hanno mostrato la tendenza ad accogliere bene sia i dati macro positivi sia quelli negativi. I primi perché allontanavano la temuta recessione. I secondi, una minoranza, perché attenuavano i rischi di surriscaldamento. L'inflazione non ha mai preoccupato seriamente. I suoi rimbalzi sono stati presto archiviati come temporanei, nella ferma convinzione che il ritorno al 2-3 per cento era solo questione di tempo.

Quanto ai temi specifici, la ripresa cinese prima, l'Intelligenza Artificiale in seguito, sono state di grande aiuto. Le crisi bancarie, dal canto loro, dopo avere creato qualche timore si sono trasformate paradossalmente in un fattore positivo nella misura in cui tenevano a bada la volontà delle banche centrali di stroncare l'inflazione con rialzi troppo energici dei tassi.

I rialzi dei tassi alla fine ci sono stati, ma sono stati accompagnati da condizioni finanziarie generali più accomodanti (liquidità, tassi sui mutui e sui prestiti bancari, livello delle borse, prezzo delle case).

Il nuovo semestre si apre però all'insegna dell'incertezza. I dati macro mostrano una notevole dispersione e sono di difficile lettura non solo per i mercati, ma anche per le banche centrali. Il manifatturiero globale è in recessione ovunque, con punte preoccupanti in Germania. È però possibile che la recessione stia volgendo al termine. Gli ordinativi sono in ripresa e le scorte sono basse, due buoni segnali. L'opposto è visibile nei servizi, molto forti finora ma avviati verso un rallentamento.



Gehry. Museum of Pop Culture. Seattle

L'occupazione rimane fortissima. Non solo si è ridotto ai minimi il numero dei disoccupati, ma si sta ampliando di nuovo, dopo una lunga fase di contrazione, la forza lavoro. E non basta il ritorno al lavoro di quanti vi avevano rinunciato durante e dopo la pandemia. Si torna infatti a cercare attivamente l'immigrazione.

Le tensioni sul mercato del lavoro vanno però viste con una certa cautela. In primo luogo, l'occupazione è un indicatore ritardato del ciclo. In secondo luogo, queste tensioni incoraggiano le banche centrali ad alzare i tassi. In terzo luogo, ci sono dubbi sui numeri. Molti dei posti di lavoro che ogni mese vediamo creati in America non sono impieghi accertati, ma solo supposti sulla base di modelli statistici su cui sono leciti dubbi.

La stessa fragilità dei dati sui quali i mercati costruiscono le loro teorie è riscontabile nello scarto senza precedenti tra Pil americano (in forte crescita) e reddito (Gdi) in forte contrazione.

Arrivano poi messaggi contrastanti sulla prossima recessione. Lo staff degli economisti della Fed continua a prevedere crescita negativa a cavallo tra il 2023 e il 2024. Powell e molti esponenti del board continuano invece a ipotizzare una crescita bassa, ma ancora positiva. Lo staff si basa sui suoi modelli econometrici, il board su una percezione soggettiva derivante dai contatti con il mondo reale.



Gehry. MIT Campus

Con valutazioni tirate (nella parte di crescita che ha finora trainato il rialzo) e con un sentiment che alla fine di giugno era rialzista, i mercati azionari si trovano a iniziare il secondo semestre da una posizione difficile.

Se nella prima parte dell'anno qualsiasi notizia, bella o brutta, era positiva, ora qualsiasi notizia, per qualche tempo, rischia di essere

negativa. I dati macro forti fanno infatti pensare ad altri rialzi dei tassi, quelli deboli all'inversione del ciclo.

Una correzione è nell'aria, ma non necessariamente subito. Le prossime trimestrali delle società saranno probabilmente ancora buone, ma non saranno festeggiate dai mercati come in aprile perché saranno accompagnate da una guidance prudente.

Molto, come abbiamo scritto la settimana scorsa, dipenderà dall'andamento del Treasury decennale. Bill Dudley, numero tre della Fed dal 2009 al 2018, sostiene che il Treasury decennale, passato negli ultimi due mesi dal 3.50 al 4 per cento, deve proseguire almeno fino al 4.50. Gli strategist di Morgan Stanley gli rispondono che il decennale è avviato verso un'area compresa tra il 2 e il 3 per cento. Avranno forse ragione tutti, ma in tempi diversi, prima Dudley e poi tutti quelli che continuano a comprare il lungo termine in vista della recessione.



Gehry. Dancing House.
Praga

Sono tempi incerti, quindi, ma non calamitosi. Per attraversarli senza patemi d'animo converrà avere posizioni più leggere.

Se tutto andrà secondo programma, verso la fine dell'anno l'inflazione sarà scesa ancora e una modesta recessione sarà iniziata. In questo caso basterà un piccolo taglio dei tassi in dicembre per indurre i mercati ad anticipare la ripresa dell'anno prossimo e a concludere l'anno con un recupero.

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 variazione 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

