

AZIONI VS BOND

Problemi, ma anche forti supporti strutturali



El Lissitzky. *Battere i Bianchi con il cuneo rosso.* 1919

La biodiversità è una buona cosa anche nei mercati. E come insegna la filosofia della scienza, l'esistenza di diversi programmi di ricerca, anche antagonisti tra loro, generalmente arricchisce il dibattito. Il programma di ricerca terrapiattista, in questa luce, è perfettamente legittimo, anche se al momento poco fruttuoso. Ha avuto momenti di gloria in passato in alcune civiltà e, per quanto ora in latenza, potrà forse averne di nuovi in futuro, chissà.

Lo stesso possiamo dire per il programma di ricerca recessionista, quello che dal 2021-22 sostiene che il mondo è avviato verso un rallentamento marcato della crescita e, di seguito, verso una recessione. Per tutto il 2022 questo programma ebbe vasto seguito di opinione e ancora nel 2023 c'era una parte di mercato che vi aderiva, mettendosi al rialzo sulle scadenze lunghe dei bond. I più conseguenti, oltre a mettersi lunghi di bond, si mettevano al ribasso sull'azionario.

L'inflationary boom iniziato alla fine del 2022 (o già nell'estate del 2020 se vogliamo considerare il 2022 una semplice pausa per raffreddare i motori surriscaldati) ha progressivamente assottigliato le file dei recessionisti. Solo un piccolo gruppo, ispirato dal celebre accademico e gestore Lacy Hunt, ha resistito tenacemente, restando al rialzo sui bond lunghi.

Nei giorni scorsi, però, il fondo di Hunt ha gettato la spugna, facendo molto scalpore. L'inflazione non scenderà più, ha scritto, e in alcuni momenti potrà addirittura tornare a superare il 5 per cento. I bond continueranno a scendere di prezzo.

Le grandi capitolazioni non hanno necessariamente il valore segnaletico che si usa attribuire loro. Non è detto che quando l'ultimo rialzista chiude la sua posizione il mercato sia arrivato a un punto di inversione. E non è detto nemmeno il contrario, ovvero che un consenso finalmente unanime porterà inevitabilmente a una continuazione della tendenza.

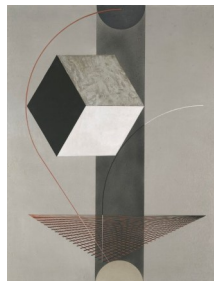
Più interessante è riflettere sul fatto che Hunt è uno degli ultimi monetaristi in circolazione. Gli altri due (parliamo dei più noti) sono Miran e Warsh. Miran, uno dei maggiori ispiratori della politica economica di Trump, ha riscoperto il monetarismo, in una versione aggiornata, in uno

studio recente (A Return to Monetarism?, scritto con Roubini e Ireland). Il suo scopo è politico ed è volto, tatticamente, a fornire argomenti a Warsh per opporsi a rialzi dei tassi. Lo studio conclude infatti che gli aggregati monetari, in questo momento, indicano che i tassi di policy non solo sono in equilibrio, ma suggeriscono anche che la fiammata attuale dell'inflazione è destinata a rientrare. Quanto a Warsh, è probabile che le commissioni di studio da lui istituite suggeriranno di tornare a considerare gli aggregati monetari nelle decisioni sui tassi.



El Lissitzky. *Untitled*. 1919

Dovremo quindi, nei prossimi, mesi, riprendere in mano i testi impolverati del programma di ricerca monetarista, a dimostrazione del fatto che i programmi di ricerca non tramontano mai, al massimo si ritirano temporaneamente dalla scena.



El Lissitzky. *Proun 19D*. 1925

Oltre alle teorie (sempre a supporto della politica) ci sono però anche i fatti e uno di questi è il grande ritorno della guerra nel Levante, ora allargatasi anche al Mar Rosso. Con Hormuz e Bab el-Mandeb praticamente chiusi, rimane aperto solo Suez. Il petrolio per l'Asia, dirottato sul Mar Rosso per aggirare Hormuz, dovrà ora fare il giro del Mediterraneo e dell'Africa per arrivare nell'Indopacifico. E passare per Suez con grandi petroliere non è possibile, bisogna trasbordare il carico su navi più piccole, con costi maggiorati e tempo perduto.

Un altro fatto è però di segno opposto e riguarda la notevole calma, in tutto il mondo, dell'inflazione salariale. Il fatto è ancora più degno di attenzione se si pensa che in America non c'è più immigrazione e che dappertutto siamo in piena occupazione. Finché il petrolio sale ma non salgono le retribuzioni, non c'è ragione di alzare i tassi, se non per prevenire un eventuale risveglio dell'inflazione salariale. Se però si alzano i tassi con salari stabili e petrolio di nuovo caro, allora è come dire che si va verso un rallentamento della crescita, che prima o poi costringerà i tassi a tornare a scendere.

Nel frattempo, si creano occasioni interessanti, come il tre per cento di rendimento reale incorporato in questo momento nei governativi americani indicizzati all'inflazione.

L'azionario, dal canto suo, non appare preoccupato dall'inflazione. Quanto alla crescita economica, l'azionario non ha troppi timori sui consumi (che finora hanno tenuto) e si sente rassicurato dagli investimenti sull'AI in America e sul riarmo in Europa e Giappone. Questi investimenti non sono visti in pericolo, perché sono effettuati da soggetti forti come gli stati e i grandi gruppi tecnologici.

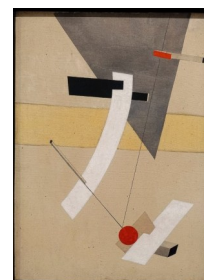


El Lissitzky. *Proun 19D*. 1921

La variabile che i mercati sentono ogni tanto di non controllare non è dunque l'entità degli investimenti, quanto la loro redditività. I ricavi dell'AI, come si evince dalle trimestrali in corso di pubblicazione, crescono in linea con le spese, ma ne rimangono costantemente al di sotto, perché arrivano in ritardo rispetto alle spese.

Mettendo insieme questi dubbi con il posizionamento rialzista e con la possibilità che la Fed alzi i tassi è comprensibile che l'azionario si muova lateralmente per qualche mese o che possa, in omaggio alla stagionalità, dare vita a una correzione.

Detto questo, alcune delle ansie del mercato sull'AI non appaiono del tutto fondate. Ne citiamo due. La prima è un nuovo effetto DeepSeek, questa volta con Kimi, ovvero la paura ricorrente che l'AI cinese, offrendo le stesse prestazioni a prezzi inferiori, sia destinata a ridimensionare quella americana. Per ora non è così, perché l'open source cinese è effettivamente conveniente solo per chi usa moltissimo l'AI, mentre per le società medie e piccole la convenienza non è così evidente. Quanto alla seconda ansia di queste settimane, l'opposizione a livello locale americano alla costruzione dei data center, vediamo già la corsa a delocalizzare. L'ultimo caso è Peter Thiel, che, in accordo con Milei, costruirà grandi impianti in Patagonia.



El Lissitzky, Proun 12
1923

Sintetizzando, bond e azionario si trovano ad attraversare una fase complessa in un momento stagionalmente non favorevole. Molti fattori strutturali, tuttavia, forniscono un forte supporto. La crescita dell'economia e degli utili non è per ora in discussione, le banche centrali non hanno intenzioni minacciose e l'inflazione salariale è sotto controllo. Non è poco.

Alessandro Fugnoli
Strategist

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



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.