

**LA MATTINA**

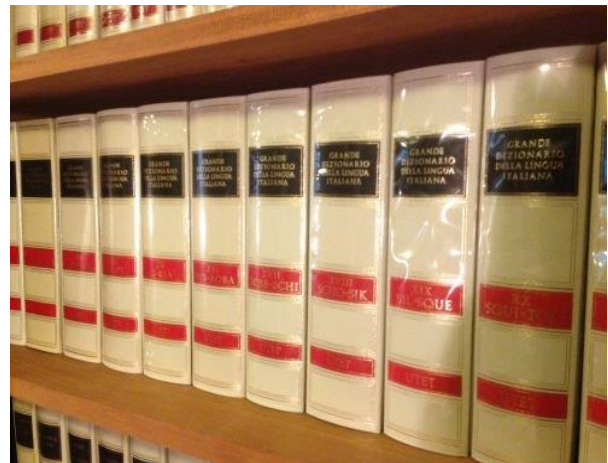
21 agosto 2014

---

**Valutazione dei danni dopo il temporale della notte**

---

Volatilità (dal latino volatus con suffisso). Sostantivo femminile. 1) Caduta veloce e pronunciata, che inizia normalmente subito dopo che si è acquistato sull'onda di un rialzo apparentemente convinto e convincente. 2) Forte rimbalzo dei mercati, generalmente immediatamente successivo al momento in cui, dopo una brusca caduta, ci si è spaventati e si è venduto.



Grande Dizionario della Lingua Italiana. S. Battaglia. Utet.

Divergenza (dal latino moderno divergere, in uso dal XVII Sec.). Sostantivo femminile. Movimento in direzioni diverse di enti aventi in comune il punto di partenza. Trascina verso il basso il mercato che si è appena comprato e verso l'alto tutti gli altri.

Strategia (dal greco strategia, derivato da strategos). Sostantivo femminile. Scienza delle operazioni militari e, per estensione, di portafoglio. Razionalizzazione ex post di scelte fatte sull'onda di pulsioni basiche (entusiasmo, avidità, paura, panico). È generalmente di lungo termine sulla parte di portafoglio su cui si sta perdendo.

Benvenuti nella nuova fase di mercato, nervosa e nevrotica, ma ancora non in grado di produrre danni evidenti, generalizzati e irreversibili.

Nell'arco di meno di un mese siamo stati in grado di rivivere tutte le



Il Meyers del 1971, in alto.  
L'edizione del 1908, in basso.

grandi paure di questi ultimi anni. La ripresa improvvisa dell'inflazione, la possibile perdita di controllo della situazione da parte delle banche centrali, la fine anticipata di un ciclo globale espansivo che credevamo di lunga durata, la crisi dell'Eurozona e il rischio di una sua disgregazione. E poi la geopolitica, le sanzioni, la deglobalizzazione accelerata che rischia di saldarsi alla stagnazione secolare e trasformarsi, in Europa, in una lunga depressione.

Il dato americano di martedì sull'inflazione, un modesto 0.1 contrapposto all'inquietante serie dei quattro mesi precedenti, è stato come il suono benedetto della sveglia che mette fine a una notte disordinata di brutti sogni e riporta a una

realtà normale. L'SP 500 è sui massimi storici di un mese fa e appare di ottimo umore, che cosa si può volere di più?

Eppure, a guardar bene, nella notte agitata qualcosa deve pur essere successo. E così, mentre si prende un caffè per cercare di svegliarsi del tutto, si scopre che il temporale notturno ha mezzo allagato il salotto, mentre il vento ha buttato per aria e scompigliato quei fogli di appunti cui tenevamo tanto. E si ritrovano accartocciati in un angolo il Dax, del 7 per cento più piccolo rispetto a cinque settimane fa, e l'indice italiano, che ha perso in un attimo il 13 per cento.

Insomma, il temporale di agosto nella versione americana lascia il posto a un cielo pulito e a una luce tersa (anche se in parte ingannevole). In quella europea lascia una scia di disordine e di malessere.

In America suonano oggi strumentali e politicamente motivate le paure sull'inflazione alle porte. Con lo 0.1 di martedì l'orologio torna indietro di sei mesi, quando ci si preoccupava dei prezzi troppo bassi, non troppo alti. Bond e azioni ritrovano lo smalto e il vigore della gioventù, molto più di un mese fa, quando apparivano stanchi e pieni di dubbi.

In realtà le cose sono più complicate. Un lavoro certosino di Kris Dawsey di Goldman Sachs mostra che l'impennata dei prezzi dei mesi scorsi era circoscritta a pochi settori (in particolare le tariffe aeree) che si sono rapidamente sgonfiati in queste ultime settimane. Detto questo, nota

Dawsey, è innegabile che la tendenza di fondo della generalità dei prezzi sia al rialzo, lento ma costante. Il mercato, in agosto, si è preoccupato troppo presto, ma non ha preso un abbaglio completo.

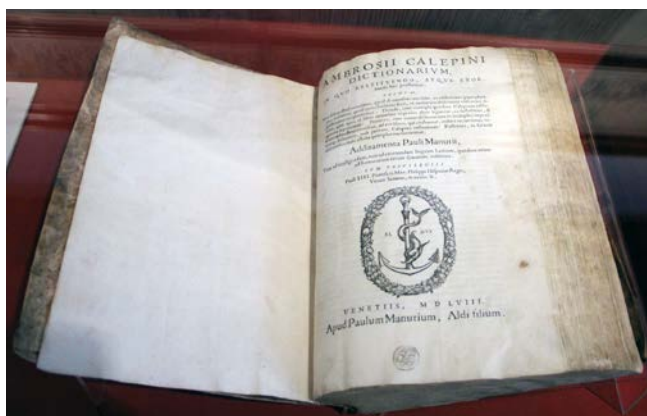
In Europa l'errore è stato probabilmente opposto. I mercati, cullati da mesi dalla narrazione di una ripresa ormai solida, hanno dato fin troppo peso a un secondo trimestre rivelatosi deludente. In realtà è probabile che il terzo trimestre, Ucraina permettendo, porti a una piccola riaccelerazione congiunturale. La Bce, dal canto suo, sarà molto attiva e si dichiarerà disposta ad arrivare al Quantitative easing verso la fine dell'anno. Per le borse europee, quindi, non è irragionevole ipotizzare un recupero nei prossimi mesi.

Dove i mercati non hanno sbagliato, nel vendere l'Europa, è nella percezione dell'insostenibilità strutturale del modello europeo. La cocciutaggine tedesca nell'esigere austerità e quella franco-italiana nell'evitare le riforme strutturali producono un risultato finale desolante. La Bce rimedia come può e deve procedere con il freno d'emergenza tirato da mani tedesche. La politica monetaria, del resto, anche la più espansiva, può guadagnare tempo e attutire i problemi strutturali, ma non può risolverli.

Svalutare l'euro è la misura d'emergenza più ovvia e più facile. Il momento è favorevole. L'euro più debole aiuta a fare risalire un'inflazione europea troppo bassa. Il dollaro più forte aiuta a frenare l'inflazione americana che, come abbiamo visto, tende comunque al rialzo. L'America non ama il dollaro forte, ma in questa fase lo può accettare meno malvolentieri del solito.

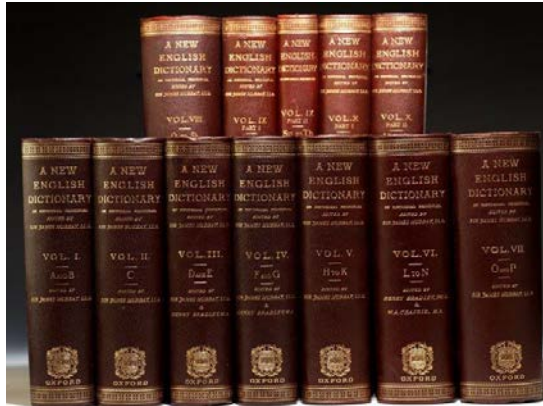
La volatilità delle ultime settimane è stata dunque esagerata, ma ci prepara a una fase più difficile, dal 2015 in avanti, in cui il rialzo dei tassi americani complicherà le cose.

La divergenza economica e borsistica tra Europa e America rientrerà parzialmente, grazie all'euro debole che aiuterà i profitti europei e penalizzerà quelli americani, ma sul piano strutturale rimarrà intatta e sarà quindi pronta a riaffiorare più avanti in qualsiasi momento di difficoltà.



Il dizionario di Ambrogio Calepio nell'edizione del 1554.

La strategia, da qui alla fine dell'anno, sarà quella di adeguare i portafogli ai prossimi anni di volatilità. L'azionario andrà alleggerito con calma, approfittando dei massimi in America e aspettando per l'Europa un recupero verso fine anno. I bond andranno gradualmente concentrati sui debitori più solidi. La duration avrà la sua importanza, ma la qualità ne avrà ancora di più.



The Oxford English Dictionary, edizione completa.

Più dollari si vorranno tenere, meglio sarà.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.