

SENECTUS

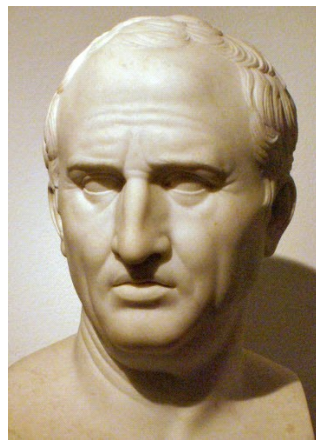
L'autunno del grande rialzo

Senectus ipsa est morbus. La vecchiaia è brutta anche quando non porta nuovi malanni, perché è essa stessa una malattia. Lo scriveva Terenzio, il commediografo cui fu sempre rimproverato di essere troppo serio e di non fare ridere. Ma proprio per la sua serietà e cultura (e bellezza) Terenzio, ex schiavo berbero scuro di pelle, fu adottato dal circolo degli Scipioni, il cuore dell'élite romana grecizzante e stoiceggiante. E fu lì, probabilmente, che assorbì un pessimismo di fondo sulla vita e la vecchiaia. Di suo non ne poteva sapere molto, dato che morì a 26 anni per il dolore, dice la leggenda, di avere perduto in viaggio 108 preziosi manoscritti del greco Menandro, il suo ispiratore.



Terenzio (185-159 a.C.).

Cicerone, da vecchio, cercò forse di farsi coraggio quando scrisse che la tarda età non è così brutta, perché qualcosa certamente toglie ma qualcosa restituisce. Da vecchi si può godere con più consapevolezza dei piaceri dello spirito e si può fare tesoro dell'esperienza diventando più saggi.

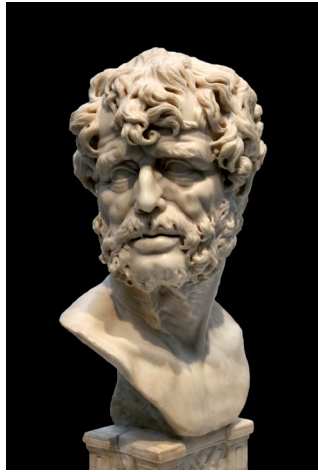


Cicerone (106-43 a.C.).

Seneca chiuse il dibattito dell'età classica spostando il problema. Non è vero che ci è stata assegnata una vita breve, è semmai vero che siamo stati noi a renderla tale perdendo tempo in cose banali e senza senso. Chi vive usando bene del suo tempo non ha troppi rimpianti in vecchiaia e può vivere serenamente il tempo che gli resta.

Si discute molto, da un anno in qua, sulla fase autunnale in cui sarebbe entrato il grande rialzo azionario e obbligazionario degli ultimi sette anni. I punti in discussione sono essenzialmente tre. Il primo è se siamo davvero entrati in una fase terminale del ciclo. Il secondo è, ammesso che ci siamo entrati, quanto può durare. Il terzo è sul che fare, uscire di scena finché si è in tempo o cercare di navigare in un contesto che potrebbe ricordare quello che Huizinga, parlando della fase finale del Medio Evo in

Borgogna e nelle Fiandre, descrisse come un'esplosione inaudita di violenza e di pessimismo, ma anche di impressionante produzione di sfarzo e ricchezza.



Seneca (4 a.C.-65 d.C.).

Il ciclo attuale ha sette anni. Statisticamente è più che maturo ma, come si dice sempre in questi casi, nessun ciclo muore di vecchiaia ma per shock esterni o per errori commessi dai policy maker. La maggior parte degli uomini, scriveva del resto Jean de la Bruyère, impiega la prima parte della vita a rendere l'altra miserevole. E questo vale anche, storicamente, per molti cicli economici e borsistici. Nei due cicli precedenti l'errore fu di avere tenuto i tassi troppo bassi troppo a lungo, questa volta potrebbe essere lo stesso ma nessuno sa davvero se, nelle fragili condizioni strutturali in cui ci troviamo oggi, l'errore non potrebbe essere l'opposto e cioè alzare i tassi troppo presto.

Alcuni segni di maturità (non necessariamente di vecchiaia) sono già presenti. I margini, in America, hanno iniziato un ciclo discendente, anche se ancora quasi impercettibile. Il costo del lavoro è in accelerazione, ma non tanto da suscitare allarme. I disoccupati sono sempre meno, ma siamo ancora in quella terra di confine tra la salute e l'eccesso di salute che, alla lunga, crea imprudenza e quindi malattia.

Per volare basso si può molto ragionevolmente pensare che la Fed e le altre banche centrali faranno di tutto per arrivare alle presidenziali americane senza scosse. Fino a novembre, quindi, dovremmo essere a posto, poi si vedrà. Se vince la Clinton (che nei sondaggi ha 13 punti di vantaggio su Trump) non avremo niente di particolarmente imprevedibile. Se vince Trump, che ha dalla sua il fatto di avere finora travolto sondaggisti e opinionisti, si apre qualcosa di potenzialmente destabilizzante, in negativo ma anche in positivo.

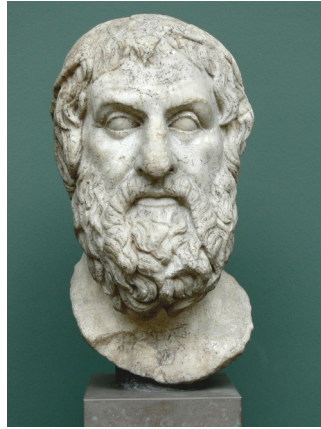
È infatti evidente che Trump, pur aggiungendo di suo parecchia stravaganza, prende a modello, in politica economica, il Reagan del primo quadriennio, con taglio delle tasse e grosse spese per infrastrutture al posto delle spese militari degli anni Ottanta. Potremmo quindi assistere (se il Congresso dovesse seguire Trump) a quel rilancio della politica fiscale di cui tanto si parla in questo periodo come necessario per dare il cambio alla politica monetaria ormai esausta. Questo potrebbe indurre la Fed ad alzare più velocemente i tassi, ma il ciclo economico, nel complesso, si troverebbe di colpo ringiovanito. Naturalmente potrebbero esserci anche esiti meno favorevoli e non è chiaro come reagirebbe il dollaro, spinto in alto dai tassi ma schiacciato dall'allargamento del disavanzo. Con Reagan il dollaro salì fino al 1985 per poi ridiscendere nel secondo quadriennio. Questa volta si



Montaigne. "La vecchiaia crea più rughe nello spirito che sul viso"



parte però da un dollaro già alto e non è chiaro quanto il Trump protezionista riuscirebbe a moderare l'allargamento del disavanzo con l'estero creato dal Trump espansivo.



Sofocle. "Nessuno ama tanto la vita come chi sta diventando vecchio".

Da queste considerazioni dovrebbe quindi discendere che è troppo presto, immersi come siamo nell'atmosfera della fine regno obamiana, trarre conclusioni sulla vita residua di questo ciclo. Per un Druckenmiller che raccomanda a tutti di uscire dalle borse e comprare oro c'è del resto un Buffett che sostiene che, se avessimo l'assicurazione che i tassi rimarranno su questi livelli per i prossimi cinquant'anni, il Dow Jones, che è oggi poco sotto 18mila, andrebbe istantaneamente a 100mila. E abbiamo citato due gestori dal passato impeccabile.

Nel dubbio, tra le incognite sulla durata del ciclo e quelle politiche, ci si può al momento limitare a una seria verifica e a una risistemazione dei portafogli. Il dollaro più debole, tornato ai livelli di inizio 2015 se considerato contro tutte le valute, può infatti dare nuovo slancio agli utili americani del 2017. I movimenti di cambio producono del resto i loro effetti maggiori non nel primo ma nel secondo anno. L'anno prossimo potrebbe quindi vedere un'economia americana meno esangue di quella che stiamo vedendo quest'anno. Anche per questo può valere la pena restare nel mercato.

Bisogna però tenere conto anche della possibilità che le cose volgano al peggio e per questo ci vengono in mente tre possibili cose concrete su cui concentrarsi nel futuro prossimo. La prima è di continuare a ridurre lentamente e gradualmente, trimestre dopo trimestre, l'esposizione generale al rischio di mercato, senza avere necessariamente l'obiettivo, come abbiamo visto, di ridurlo drasticamente. La seconda è quella di sostituire con calma, nella parte obbligazionaria, i debitori più fragili con debitori solidi. In questi anni ci si è occupati fin troppo della duration, restando un po' tutti su scadenze brevi o medie, ma da qui in avanti sarà bene concentrarsi sul merito di credito, evitando titoli potenzialmente oggetto di ristrutturazione. La terza, sull'azionario, consiste nel concentrarsi, per ogni settore, sulle due o tre società leader, quelle che, in caso di crisi seria, saranno non solo in grado di sopravvivere ma anche di acquisire quote di mercato.

Il vantaggio di un portafoglio così risistemato non è solo nella performance in caso di crisi (meno negativa di quella di un portafoglio contenente titoli fragili) ma è anche di carattere comportamentale. In condizioni di stress si è infatti più portati a vendere male, magari sui minimi, un titolo fragile. Con titoli più solidi è più facile tenere e aspettare la ripresa.



Maugham. "Nella vecchiaia ci si pente soprattutto dei peccati non commessi".



Venendo al breve termine, il malessere dei mercati è dovuto all'esaurimento delle ricoperture successive alla caduta di gennaio e febbraio. Questa fase di assestamento può prolungarsi, ma non dovrebbe in nessun modo riportarci al clima nero di inizio anno.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 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 (Image Building – 02 89011300 kairos@imagebuilding.it). 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.

