

DISINCANTO

Dalla favola alla realtà



Leibniz.

Pur essendo il filosofo dell'ottimismo, Gottfried Leibniz fu un intellettuale di corte e si sa che, quando si dipende dall'arbitrio del principe e si vive tra gli intrighi, si tende a sviluppare il senso della prudenza. Per questo Leibniz non disse mai che il mondo è perfetto ma, meno enfaticamente, che viviamo nel migliore dei mondi possibili.

Anche in questa versione più leggera, tuttavia, la perfezione, come concetto, ha un grosso problema. Non è migliorabile. Perfectio viene da perficio, che significa giungo al termine, al limite invalicabile. Arrivato al limite o sto fermo (da qui l'idea statica della perfezione divina soprattutto nel pensiero greco) oppure mi ritraggo, tornando imperfetto. Una volta perfetto, in ogni caso, non posso andare oltre e diventare più perfetto o perfettissimo. Perfettissimo è solo un modo enfatico per dire perfetto, ma non aggiunge niente al concetto.

Tra la fine di dicembre e la fine di gennaio abbiamo vissuto in un mondo perfetto. Inebriati e incantati, abbiamo dimenticato che la perfezione è un punto di arrivo, non di partenza. Il concetto più diffuso in gennaio è stato invece quello del decollo o addirittura quello del meltup, l'esplosione al rialzo. Lo sfortunato (almeno per ora) Jeremy Grantham, un gestore value dal braccio corto che per tutti questi anni ha denunciato la bolla in formazione, ha scelto proprio gennaio per capitolare e affermare che, prima di un nuovo ciclo di ribasso, il mercato andrà per l'appunto in meltup e arriverà direttamente e velocemente a 3400. Molti altri si sono lasciati andare come lui. Ed eccoci invece scesi a 2650, dopo essere passati per 2530.

Perché diciamo che il mondo in gennaio era perfetto? Perché per un momento ci siamo trovati in quel punto magico del ciclo in cui la politica monetaria è ancora espansiva mentre la politica fiscale inizia a sua volta a diventarlo. Il tutto senza inflazione e senza l'incertezza drammatica che



caratterizza la fase aurorale del ciclo, tipo primavera 2009, quando è perfettamente legittimo non credere nelle possibilità di successo della reflazione fiscale e monetaria. All'inizio di un ciclo è altrettanto legittimo avere dubbi sulla capacità di sopravvivenza della tal banca o della tale impresa (i fallimenti ritardano di mesi o anni rispetto al punto minimo del ciclo). Al nono anno di espansione, per contro, praticamente tutte le imprese godono di buona o ottima salute patrimoniale e comprarle è più facile.



Il mondo fino a qualche giorno fa.

Ricapitolando, avere il massimo di spinta fiscale e monetaria, l'assenza di inflazione, un quadro politico definito e una buona visibilità sugli utili (in forte espansione) sono, per i mercati, la perfezione. E le valutazioni? Ecco, qui sta il salto logico dal perfetto al perfettissimo, il pensare che in un quadro perfetto le valutazioni, indipendentemente dal loro livello, possano solo salire e salire molto.

In realtà dalla perfezione ci si può solo ritrarre, è solo questione di tempo. Pensavamo di farla franca, di evitare il surriscaldamento, e invece abbiamo iniziato a vedere le prime scintille, sotto forma di inflazione salariale. Da più di sei mesi, a dire il vero, nel Beige Book della Fed, quel curioso rapporto in cui non c'è un numero e ci sono solo impressioni e aneddoti, si raccontava di imprese pronte ad assumere aggressivamente che non riuscivano a trovare nessuno. La tale fabbrica vorrebbe aumentare l'organico di 30 unità, ma dice che, non presentandosi nessuno, è costretta a rinunciare a una commessa molto interessante. La tal'altra impresa di trasporto vorrebbe aprire nuove rotte ma non trova le 50 persone di cui avrebbe bisogno e rinvia i suoi progetti. E così via, per pagine e pagine. Una prateria secca, il mercato del lavoro, pronta a prendere fuoco.

Bentornato Nairu, ha scritto David Rosenberg, bentornata curva di Phillips. Perfino in Europa si comincia ad avvertire qualche modesto segnale di tensione anche al di fuori della Germania.

Intendiamoci, le tensioni sul mercato del lavoro si possono provare ad affrontare in vari modi. In Germania si fa entrare l'immigrazione, anche se questa spesso non dispone delle qualifiche richieste. In Giappone si fanno entrare le donne e i robot nel mercato del lavoro. In Cina ci sono ancora alcune decine di milioni di contadini da cui attingere. In America si investirà in produttività, approfittando delle forti agevolazioni fiscali, ma sarà inevitabile un aumento progressivo del costo del lavoro, con conseguenze sugli utili e sui prezzi a valle.

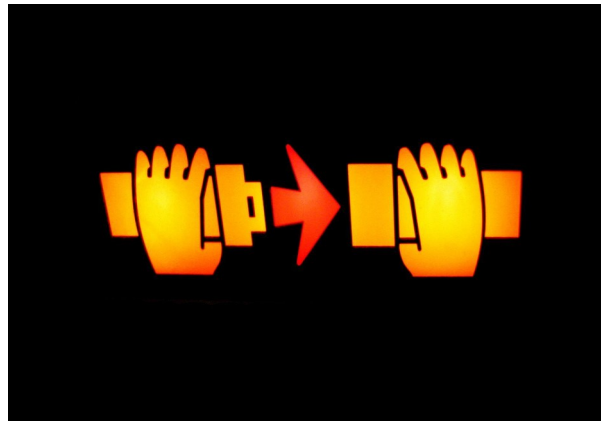
Per i mercati, il ritorno della curva di Phillips, sia pure in forma ancora mite, rappresenta un cambio di paradigma. Prezzare questo nuovo



paradigma nei bond e nelle azioni è d'altra parte molto complicato perché questa volta l'inflazione non sarà, per le banche centrali e i governi, il lupo da allontanare il più in fretta possibile, ma il figliol prodigo da festeggiare.

In pratica, per qualche mese (come abbiamo già iniziato a vedere in America con le prime reazioni di Evans e di Bullard) si cercherà di minimizzare la questione. Poi, per qualche altro mese, si ammetterà l'esistenza di pressioni inflazionistiche, ma le si dichiarerà benvenute. Le banche centrali continueranno a chiudere il rubinetto della liquidità e ad alzare i tassi, ma lo faranno con calma olimpica e cercando di seguire il più possibile il percorso di lungo termine già annunciato da tempo ai mercati.

Il fatto che le banche centrali verranno percepite sempre più dietro la curva, cioè in ritardo nell'alzare i tassi, creerà sia problemi sia opportunità per bond e azioni. Per i bond significa che la curva dei rendimenti, invece di



Turbolenza.

diventare più piatta, diventerà più ripida. Per l'azionario il prolungamento della crescita economica garantirà utili più alti per un periodo più lungo, ma anche una contrazione del multiplo per il quale gli utili vengono moltiplicati per formare il prezzo. Il multiplo è infatti funzione del tasso a lungo che, come abbiamo visto, tenderà a salire.

Per i bond si tratterà di restare sulle scadenze brevi e sui titoli indicizzati all'inflazione. Per l'azionario si tratterà di sopportare una volatilità elevata in un range compreso tra i massimi di gennaio e minimi del 10-15 per cento più bassi, almeno per il primo semestre. L'adeguamento al nuovo paradigma sarà laborioso perché ci saranno da smaltire, augurabilmente un po' alla volta, le posizioni speculative accumulate in questi anni sulla volatilità.

Dopo il primo ribasso dei giorni scorsi molti, vedendo il rapido rimbalzo, hanno pensato a un semplice flash crash. No, le cose saranno più complicate e per qualche tempo ci toccheranno mercati nervosi. I ribassi saranno comprabili solo a patto che vengano poi venduti i rialzi. Ma poiché tutti, oggi, hanno solo in mente il derisking, sarà bene prima vendere e poi comprare.

A un certo punto del 2018 questo lavoro di alleggerimento e pulizia sarà compiuto e si potranno di nuovo mettere a fuoco i fondamentali positivi. Raccomandiamo però di non essere troppo compiacenti e di accettare l'idea che nei prossimi anni potremo ancora aspirare a nuovi massimi, ma dovremo rinunciare ad arrivarci molto carichi.

Il dollaro sale per tre motivi. Il primo è la possibilità che la Fed indurisca la sua posizione e che i tassi americani salgano più del previsto. Il secondo è che



sta iniziando il rimpatrio dei fondi esteri delle multinazionali. Il terzo è che la volatilità di questi giorni costringe alla chiusura almeno una parte delle enormi posizioni antidollaro che si erano andate accumulando negli ultimi mesi. Chi ha dollari approfitti gradualmente di questa occasione per alleggerire.

Siamo stati cacciati dall'Eden ma non siamo stati gettati all'inferno. Dovremo solo accettare di dovere tornare a guadagnare sui mercati con il sudore della fronte e non, semplicemente, stando seduti su qualche comodo strumento passivo.



Non solo un flash crash.

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 (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.