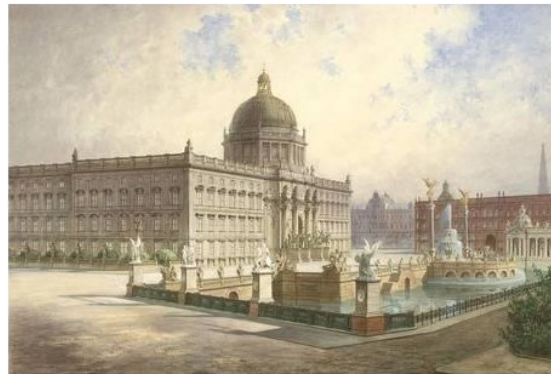


## IL CASTELLO

---

Il mondo cambia molto lentamente, ma cambia

---



*Il Castello di Berlino nel 1886.*

La settimana scorsa la cancelliera Merkel ha ricevuto il presidente Macron non nella Kanzlei, la sua residenza ufficiale, ma nell'imponente Castello di Berlino, il palazzo storico dei monarchi prussiani e degli imperatori tedeschi. Semidistrutto durante la guerra, il Berliner Schloss era stato raso al suolo dalla Ddr come simbolo del militarismo feudale e l'ampio spazio liberato era stato ridenominato, a scanso di equivoci, Marx-Engels-Platz. La ricostruzione ha richiesto venti anni di dibattiti e dieci di lavoro edilizio vero e proprio e ha prodotto un compromesso politico-architettonico, una copia non-copia che avrà un look più moderno e un nome diverso, Humboldtforum. Per i berlinesi, come testimoniano il rilievo e l'emozione che hanno circondato la vicenda, quello resterà sempre e comunque il vecchio castello, per secoli simbolo della città.

Se tra l'Humboldtforum e il vecchio castello ci sarà qualche piccola differenza, non così sarà per la Altstadt di Francoforte, la città vecchia che un esercito di artigiani sta finendo di ricostruire minuziosamente identica a quella che fu bombardata nel 1942-45 per essere poi sostituita da un unico gigantesco e orribile edificio amministrativo dopo la guerra. È lo stesso spirito con cui è stato ricostruito negli anni scorsi il centro di Varsavia, oggi copia esatta di quello che era nel 1939.

In molte culture, come si vede, è filologicamente corretta una ricostruzione totale di un'opera antica purché la copia sia perfettamente uguale all'originale. In altre, come la nostra, questo è anatema. Per noi, infatti, è corretta solo la conservazione di quello che è rimasto. L'eventuale restauro deve essere leggero e conservativo e, dove possibile, va evidenziato. Le rovine, dal canto loro, sono romanticamente belle in sé.

Il risultato di queste due opposte visioni è che nell'approccio tedesco ci troviamo a emozionarci, come osservatori, per ricostruzioni recenti che non

hanno neanche un granello di sabbia dell'originale mentre nell'approccio italiano ci emozioniamo per rovine che non assomigliano ormai in quasi nulla a quello che erano in origine. Quanto ai restauri leggeri, questi, nel tempo e un po' per volta, tendono comunque ad allontanare l'opera di oggi dall'originale.



*Il Castello di Berlino oggi.*

qualcosa di completamente diverso? I metafisici anglosassoni e gli ontologi di Google ne discutono ancora oggi.

Per chi investe, l'arco temporale che va dal 2016 al 2020 si presenta come un continuo apparentemente stabile e positivo. Augurabilmente non ci saranno traumi o recessioni e nemmeno vedremo improvvisi cambiamenti di policy. Alla fine di questo arco, tuttavia, a furia di ritocchi nulla sarà più come all'inizio e spesso avrà addirittura segno opposto.

A differenziare questo ciclo rispetto ai precedenti sono l'estrema lentezza e gradualità dei cambiamenti, talvolta studiati ad arte per essere impercettibili. La sfida per chi investe è quella di cambiare strategia e stile di investimento in modo altrettanto graduale e impercettibile.

È una sfida impossibile, come è impossibile cogliere differenze rispetto al giorno prima nel volto che vediamo allo specchio ogni mattina. Solo guardando una vecchia foto ci renderemo conto dei cambiamenti.

La sfida diventa però affrontabile se riusciamo a rendere discreto il continuo, dividendolo in fasi. È un'operazione un po' arbitraria, ma è indispensabile se non vogliamo finire come la proverbiale rana che sente l'acqua nella pentola salire lentamente di temperatura e che, non sapendosi dare un limite di sopportazione per quanto arbitrario, finisce bollita.

Dividiamo quindi l'arco 2016-2020 in tre fasi caratterizzate da tre diversi approcci all'investimento.

La prima, 2016-2017, è quella di un miniciclo positivo all'interno di un ciclo lungo anch'esso positivo. L'inflazione è bassa, la liquidità è abbondante e la crescita è in accelerazione. I tassi sono straordinariamente bassi e sostengono sia i bond sia i multipli azionari. La strategia di investimento è semplice, è di attacco e prevede nell'ordine azioni, crediti e bond.



*La Città Vecchia di Francoforte ricostruita.*



*Francoforte ricostruita.*

La terza, da metà 2019 a fine 2020, vede un'economia globale in rallentamento (con qualche rischio di una modesta recessione), liquidità più scarsa, inflazione e tassi più alti. Si potrà ancora provare a guadagnare qua e là ma, come si dice in inglese, sarà come raccogliere monetine davanti a uno schiacciasassi che ci sta venendo incontro. Sarà interessante per gli arbitraggisti, ma per la gran parte degli investitori si tratterà di giocare in difesa o in contropiede con posizioni piccole.

In mezzo, dalla fine di gennaio 2018 a metà 2019 (o prima se ci saranno complicazioni politiche in America), c'è una fase di transizione in cui dovremo tenere a mente alcuni punti.

1. Gli utili azionari in forte crescita legati alla riforma fiscale americana sono stati in gran parte scontati in anticipo l'anno scorso. Festeggiarli anche quest'anno significherebbe contarli due volte.

2. I tassi americani continueranno a salire, anche se dolcemente. Con tassi più alti i multipli azionari si dovranno lentamente contrarre. Per avere nuovi massimi di borsa (non facili ma nemmeno impossibili) dovremo avere utili tre volte alti. Alti per rispettare le attese, alti per batterle e alti per compensare il rialzo dei tassi.

3. La curva dei rendimenti invertita, nel caso, non sarà una tragedia come i mercati sembrano pensare, ma il rialzo complessivo della curva, quello sì, comincerà a pesare non tanto sugli utili delle società (che hanno messo in cassa molta liquidità) quanto sulla pensione a indebitarsi delle famiglie.

4. L'Europa, anche dopo Draghi, procederà molto lentamente nella normalizzazione. I tassi, oggi sottozero, saranno a zero alla fine del 2019 e se mai la Bce vorrà iniziare a ridurre il suo bilancio sulla scia della Fed, questo non accadrà prima della metà del 2020. L'Italia offrirà probabilmente il pretesto per rinviare il più possibile questa decisione.

5. L'euro, di fronte a un differenziale di tassi con l'America in ulteriore ampliamento, resterà nel limbo. In fasi come l'attuale, caratterizzata da un'economia europea meno brillante del previsto e con grandi posizioni corte di dollari ancora da chiudere, vedremo forse bucata la soglia di 1.20, ma non passerà molto tempo prima che un tweet di Trump richiami tutti all'ordine. Una riaccelerazione della crescita, secondo Draghi probabile, ci riporterà a ridosso di 1.25.



*Varsavia ricostruita come nel 1939.*



In pratica la strategia per questa fase di transizione dovrà essere neutrale. I rischi, che fino a gennaio erano solo di sorprese positive, saranno simmetrici. Se abbiamo ancora l'impostazione mentale del 2017 (che vediamo riemergere ogni volta che l'SP torna sopra 2700) cambiamola. Dalla quinta marcia scendiamo alla terza e prepariamoci alla seconda per l'anno prossimo. Non è la fine del mondo. Semmai è il ritorno a un mondo normale.

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.

