

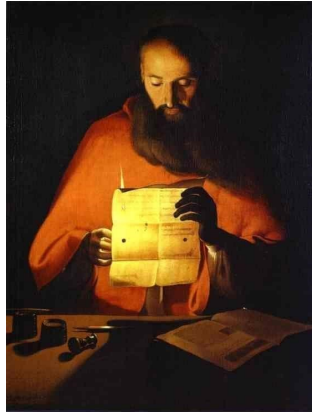
## CHIAROSCURO

---

### Non ci sono solo luci, non ci sono solo ombre

---

Uno dopo l'altro, i grandi temi dirompenti che segnano questa difficile seconda metà del 2018 vengono stemperandosi. Non scompaiono, attenzione, e producono effetti innovativi anche profondi, ma senza spingersi, per il momento, alla rottura.



*Georges de La Tour. San Girolamo.*

Prendiamo Turchia e Argentina, i temi delle paure di agosto, quando si temeva una escalation pericolosa delle tensioni tra Ankara e Washington, una crisi devastante delle banche locali e un effetto a valanga su quelle europee. Bene, la crisi è stata tamponata in entrambi i casi, il cambio della lira e del peso si è stabilizzato su livelli difendibili, una recessione non devastante (per ora) sta correggendo velocemente la distorsione più evidente delle due economie, lo sbilancio delle partite correnti. La prognosi non è più infausta ma è però ancora riservata. Se la recessione durerà un minuto di troppo, infatti, i peronisti torneranno a governare in Argentina e la Turchia (o i mercati per lei) sceglierà di imboccare di nuovo la strada della svalutazione.

Prendiamo l'Italia. Le paure di settembre e ottobre stanno rientrando rapidamente. Il governo, che sembrava deciso a mettere in discussione le basi degli equilibri europei senza temere di destabilizzarli profondamente, sta ora, a quanto pare, muovendosi in modo più prudente. Gli equilibri politici in Europa sono cambiati (e cambieranno ancora) ma più per spostamenti progressivi che per un attacco frontale.

Prendiamo la Francia, dove i Gilet jaunes a un certo punto hanno fatto pensare perfino al luglio del 1789. Bene, il movimento ha raggiunto due risultati importanti, la riduzione del prestigio e della credibilità della Macronie ai loro minimi termini da una parte e qualche risultato economico dall'altra. Ma non ha spinto verso una rottura di sistema, che non ci sarà. Ora il movimento rifluirà, ma il fuoco continuerà a covare sotto la cenere. Macron, dal canto suo, resterà presidente fino alla fine del suo mandato, ma non sarà più lui e fra tre anni uscirà di scena.

Prendiamo il Regno Unito, dove di fronte all'accordo al ribasso della May si è tornati a prospettare due scenari estremi, restare nell'Unione da una parte o andarsene sbattendo la porta e provocando una recessione europea (e ovviamente britannica) dall'altra. Bene, i fautori dell'uscita dura hanno tentato l'affondo e hanno fallito, pur mostrando più forza del previsto e pur evidenziando le debolezze e le contraddizioni della May. L'accordo della May resterà altamente impopolare per tutti, ma la rottura dirompente con l'Europa oggi appare meno probabile.



Georges de La Tour. *Giocatori di dadi*.  
1651.

Prendiamo infine la disputa tra Stati Uniti e Cina, che a tratti ha fatto temere una escalation senza fine del confronto commerciale, una guerra calda per il primato tecnologico e strategico globale e, come risultato, una recessione altrettanto globale. Anche qui l'offensiva americana e la controffensiva cinese sembrano avere lasciato il posto alla trattativa. Alla fine ci sarà un accordo, ma sarà sulle cose più facili, quelle commerciali. Lo scontro strategico, che secondo l'interessante numero di Limes in edicola durerà e caratterizzerà il resto di questo secolo e avrà alla fine un vincitore e un vinto, continuerà e sarà duro.

Questa atmosfera di pareggio delle forze, di tensione senza rottura, di cambiamenti strutturali che lavorano in profondità senza necessariamente erompere in superficie in modo devastante è quella che si respira nei mercati. Le grandi paure di quest'anno, come abbiamo visto sopra, fanno meno paura. L'economia globale continuerà ad avere dei vuoti d'aria (li vediamo in Europa, in Giappone e in Cina e li vedremo presto negli Stati Uniti quando usciranno i dati sul quarto trimestre) ma questi vuoti non segnalano ancora la fine del ciclo, ma piuttosto un suo andamento più zoppicante e progressivamente più lento.

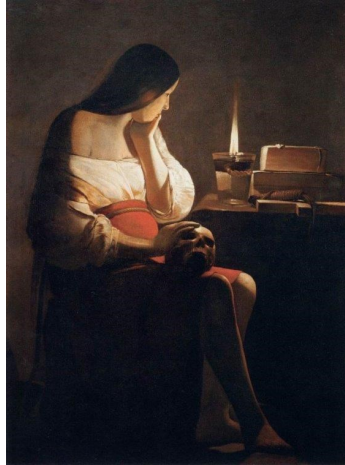


Georges de La Tour. *Il fumatore*.

Non ci sono insomma motivi per grandi paure, non ci sono recessioni o crash in vista e comincia ad esserci valore su molti mercati, in particolare azionari. Ma la lunga luna di miele tra mercati e banche centrali è finita, la liquidità che cresceva e sollevava gli asset oggi scende e abbassa gli asset, sia pure di poco e lentamente.

Un decennio di rialzi di bond e azioni ha portato a portafogli più esposti al rischio. Oggi, come è stato notato con perfidia, molti sono diventati pessimisti ma nessuno è short, un segnale che il mercato ha un posizionamento squilibrato. Molti vorrebbero vendere, pochi hanno voglia di comprare.

Ripetiamo, non c'è allarme sulla realtà sottostante, c'è invece un diverso atteggiamento verso di essa. Se tutti vogliono passare da un portafoglio da



*Georges de La Tour. Maddalena penitente.*

boom a un portafoglio da tempi normali occorreranno uno o due trimestri perché questa operazione si compia. Una volta compiuta e con le banche centrali ritornate più concilianti, i mercati potranno gradualmente riprendersi.

Una volta compreso che non ci sono catastrofi dietro l'angolo (salvo sorprese, ovviamente, ma le sorprese, per loro natura, possono anche essere positive) si può scegliere tra due strade. La prima è di mettersi in coda per uscire parzialmente dai mercati, approfittando magari dei rimbalzi, e disegnarsi un portafoglio da tempi normali perché così fan tutti. La seconda è di non provarci (a volte si esce bene ma si rientra male, e viceversa), dedicarsi ad altro e aspettare che quelli che stanno uscendo rientrino, cosa che certamente accadrà se le catastrofi, come è probabile, non ci saranno.

In questa prossima fase aggrovigliata si potrà ingannare l'attesa con il cash (che ha però molti antipatizzanti) e con due asset fino a ieri disprezzati, l'oro e i bond governativi. L'oro non farà necessariamente faville (la liquidità cala anche per lui), ma in un contesto di asset finanziari sulla difensiva e di tassi meno minacciosi attirerà un interesse maggiore rispetto a quello degli ultimi anni. L'oro vale se ha compratori che credono nel suo valore intrinseco e in proposito, a chi dubita, giova ricordare che le banche centrali (e il pubblico) di molti paesi emergenti e della Cina all'oro ci credono molto e che, quando possono permetterselo, lo continuano ad accumulare.

I titoli governativi che preferiamo sono i Treasuries e i Btp. I Btp, lo capiamo benissimo, richiedono un pizzico di coraggio e modiche quantità, ma ripagano con un ottimo rendimento. I Treasuries, dal canto loro, sarebbero di tutto riposo se non ci fosse il dollaro, che è caro e potrebbe tornare a perdere per strada un po' di valore l'anno prossimo. Per chi può, una soluzione c'è. Usando i futures ci si mette al riparo dal rischio di cambio senza il carry negativo della copertura.

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](mailto: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.