

## IL PORTAFOGLIO BIFOCALE

Sfruttare il rialzo, prepararsi alla sua fine



G.H. Breitner. *Autoritratto con pince-nez*. 1882.

Come sa chi è presbite da qualche anno, all'inizio si continua a vedere bene da lontano e gli occhiali sono necessari solo quando si legge. Col passare del tempo, tuttavia, comincia a deteriorarsi anche la visione da lontano, che resta comunque meno sfocata rispetto a quella da vicino. Per evitare di doversi sempre tenere a disposizione due paia di occhiali da cambiare continuamente durante la giornata, l'oculista suggerisce di usare lenti bifocali, più forti in basso e più attenuate in alto. All'inizio l'adattamento è un po' difficile e può venire il mal di testa, ma in breve tempo quasi tutti si abituanano e possono tornare a utilizzare un solo paio di occhiali.

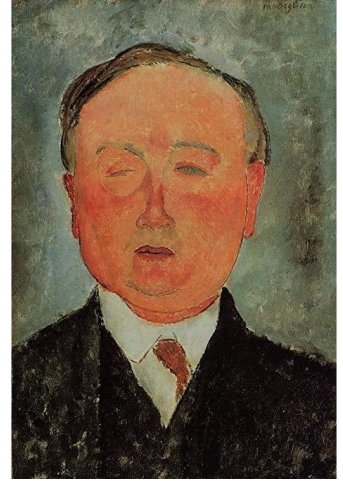
L'idea di un portafoglio bifocale che sia contemporaneamente e già da ora rialzista sui tre-sei mesi e prudente nel medio-lungo periodo parte da un'analisi della situazione generale e da una considerazione sulla psicologia degli investitori.

Partiamo dall'analisi della situazione. Basta una lettura anche distratta delle notizie per vedere una compresenza stridente di elementi positivi di breve e di fattori di rischio elevati (per non dire negativi) che si profilano un po' più in là sull'orizzonte.

Nel breve vediamo una Brexit morbida già cosa fatta e ufficiale. Boris Johnson è riuscito a quadrare il cerchio. Ha tenuto insieme i conservatori. Terrà insieme il Regno Unito (o comunque non ne provocherà il collasso in tempi brevi che molti cominciavano a temere). Manterrà rapporti decenti con l'Irlanda e manterrà l'Ulster sotto la Corona. Togliera un ottimo pretesto per un secondo referendum ai nazionalisti scozzesi. Ma soprattutto, riuscirà a conseguire quello che è stato fin dall'inizio il suo vero obiettivo, un accordo con l'Europa più vantaggioso di quello accettato dalla May. L'Europa, e in particolare la Germania, evita di aggravare la sua recessione incombente e continuerà a vendere le sue belle auto ai banchieri di Londra. Il tutto sarà coronato a breve da elezioni anticipate e da una maggioranza parlamentare più solida.

Quella Brexit che nelle previsioni iniziali della Bank of England, molto tendenziose, avrebbe provocato una perdita di otto punti di Pil, avverrà con le borse ai massimi e con una sterlina ultracompetitiva. Le burocrazie europea e britannica troveranno il modo di continuare a farsi i dispetti per molti anni, ma nel frattempo il Regno Unito avrà riorientato la sua economia verso il resto del mondo.

Se Brexit dolce è una buona notizia già incassata, l'accordo tra Stati Uniti e Cina sarà a lento rilascio e sosterrà i mercati almeno fino alla sua conclusione formale a fine novembre, quando Trump e Xi lo firmeranno. Ci sarà ogni tanto qualche increspatura perché nelle trattative gli irrigidimenti temporanei fanno parte della tattica negoziale, ma saranno in realtà occasioni di acquisto. L'accordo ci sembra infatti altamente probabile. Da una parte Xi si trova a fronteggiare un'economia cinese in continuo rallentamento (ne è un segno che alcune statistiche hanno cessato di essere pubblicate). Dall'altra Trump sotto impeachment ha un bisogno vitale di un successo in tempi brevi e di una borsa sui massimi storici.



*Amedeo Modigliani. Uomo con monocolo.*

A chi lo criticherà per la portata ridotta dell'accordo di fine novembre, Trump potrà del resto rispondere che la trattativa sugli aspetti strategici continuerà. Questa trattativa, che la Cina farà finta di accettare, non porterà nessun risultato nel 2020, ma le ritorsioni americane si limiteranno a qualche punzecchiatura verso questa o quella società cinese della tecnologia. Trump riprenderà a premere seriamente sulla Cina solo dopo essere stato eventualmente riletto l'anno prossimo.

I due grandi accordi, Brexit e Stati Uniti - Cina, rallenteranno ma non fermeranno le banche centrali nel loro ritrovato atteggiamento espansivo. Il taglio a fine ottobre da parte della Fed resta quasi certo e saranno semmai i tagli successivi a essere temporaneamente sospesi.

Accanto a questi importanti elementi positivi, il flusso delle notizie ci annuncia anche nuvole pesanti per la seconda metà del 2020 e per gli anni successivi. Con Biden in declino quasi terminale, le candidature democratiche che restano in campo sono al momento la populista Warren e il socialista Sanders. I loro programmi sono particolarmente aggressivi e includono tasse più alte per le imprese, reregulation e un attacco frontale a cinque settori chiave come banche, farmaceutica, energia, industria militare e grande tecnologia. Chi pensa che questa aggressività si stempererà dopo la nomination, quando tradizionalmente i candidati rimasti in lizza vanno alla ricerca del voto di centro, e si annaccherà ulteriormente una volta conquistati Congresso e Casa Bianca, non considera che negli ultimi anni i politici, incalzati da elettorati radicalizzati, tendono più a mobilitare la loro base che a conquistare un centro in via di estinzione e a rispettare di più, una volta eletti, le loro promesse elettorali.

La seconda ragione per un portafoglio bifocale è psicologica. Quando si imposta un portafoglio in modo lineare in una sola direzione (in questo momento al rialzo) ci si convince di potere uscire in tempo prima che la tendenza si inverta o comunque poco dopo. I punti di inversione non appaiono però in sogno ai gestori prima di realizzarsi e sono chiari solo a posteriori. Trovarsi in quei momenti con portafogli tutti orientate in una sola direzione può essere pericoloso.



*Dimitri Shostakovich con gli occhiali rotondi di moda negli anni Venti.*

Si dirà che già i risk parity fanno questo lavoro stando posizionati su classi di asset in correlazione inversa tra di loro. La differenza è che i risk parity partono da un pessimismo radicale sulle nostre capacità di leggere il futuro e offrono la stessa diversificazione sempre e comunque. Il portafoglio bifocale fa invece delle scommesse, non una ma due, una sul

breve e una sul medio-lungo, pur cercando come i risk parity di non rimanere incastrato in caso di brusca inversione di tendenza.

Entrando nel concreto, pur essendo positivi nel breve, non pensiamo sia il caso, a questi livelli di mercato, di comprare aggressivamente. Va invece ribilanciato velocemente il peso dei settori, aumentando ciclici e banche a spese di utilities e difensivi in generale. Va ridimensionato il dollaro qualora sia molto presente. Vanno ripesati positivamente la Cina, l'Asia, gli emergenti e l'Europa, in particolare la Germania, a spese degli Stati Uniti. Questa nuova impostazione va mantenuta fino a gennaio-febbraio, dopodiché sarà bene tornare gradualmente a un equilibrio tra i settori.

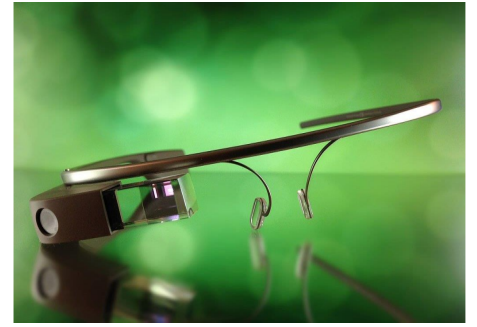
Nel frattempo, senza fretta ma con metodo, si possono comprare, approfittando delle fasi di debolezza, oro o titoli auriferi che programmaticamente non vendono a termine la loro produzione. Di queste fasi ce ne saranno ancora nei prossimi tre-sei mesi perché i tassi a lungo, soprattutto se le borse faranno nuovi massimi, tenderanno a salire leggermente piuttosto che a scendere.

A chi è strategicamente scettico sull'oro vorremmo ricordare che nessuna banca centrale, a partire dal 2008-2009, ha venduto un solo grammo d'oro mentre molte, tra cui Cina e Russia, lo comprano sistematicamente mese dopo mese. È un atteggiamento ben diverso da quello della fase 1971-2008 in cui il messaggio era che l'oro era finito per sempre.

Quanto ai bond lunghi di alta qualità (in pratica i Treasuries americani), tradizionalmente considerati una buona difesa in caso di recessione o inflazione e sempre presenti nei fondi risk parity, crediamo ci si possa permettere il lusso di aspettare. Nel 2020 non ci sarà un'esplosione dell'inflazione e un'eventuale recessione sarà superficiale. I bond lunghi, in pratica, non si muoveranno molto.

Dal 2021 entreremo però in una nuova fase. Se fino a oggi le banche centrali si sono limitate a riportare l'inflazione verso il 2 per cento quando scendeva

troppo, dal 2021, chiunque sieda alla Casa Bianca, si cercherà proattivamente l'inflazione. Trump, se rieletto, farà di tutto per avere una Fed reflazionista e continuerà a spendere. La Warren adotterà una politica tassa-e-spendi in cui le spese saranno ancora più alte delle nuove tasse. Sanders adotterà invece una politica stampa-e-spendi. Per robusta che sia la repressione finanziaria è difficile che i bond salgano ancora di prezzo, chiunque vinca. Ma se anche i bond venissero comprati aggressivamente dalle banche centrali, l'inflazione perseguita questa volta sul serio (e cioè per via fiscale) prima o poi arriverà e i bond lunghi, anche se sostenuti dalle banche centrali, avranno rendimenti reali sempre più negativi.



Google Glass, Explorer Edition.

Per questa ragione la parte obbligazionaria dei portafogli dovrà orientarsi strategicamente soprattutto sui titoli indicizzati all'inflazione e di bassa duration, per evitare che il ribasso ulteriore dei rendimenti reali penalizzi il valore di mercato dei titoli.

Il 2020 sarà un anno di transizione verso un nuovo mondo e il portafoglio bifocale è pensato proprio per questa fase intermedia. La volatilità salirà e sarà bene, nelle prossime settimane di rialzo, non caricarsi al punto di dovere dormire male la notte e di vendere spaventati alla prima seria correzione. Nel complesso, però, il 2020 farà più male per i pasticci che ci indurrà a fare che per tendenze sue, che non saranno necessariamente molto marcate. Più avanti bisognerà cercare di liberarci dagli schemi che abbiamo utilizzato in questi dieci anni e sforzarci di capire il nuovo che avanza.

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.