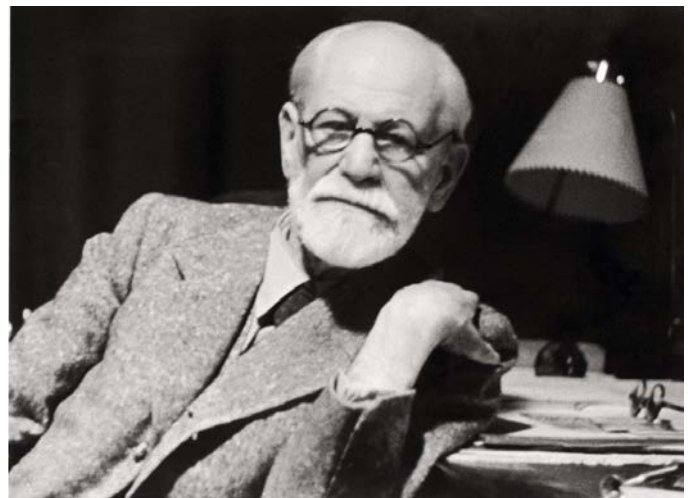


CONSIDERAZIONI INATTUALI

7 novembre 2013

Il crash che verrà (molto) dopo il 2017

Nei primi mesi del 1915 Freud riflette sul conflitto che divampa ormai in tutta Europa e pubblica le Considerazioni attuali sulla guerra e la morte. Sono riflessioni ispirate a un profondo pessimismo. Nella guerra saltano le fragili conquiste dell'incivilimento e riemergono le pulsioni primordiali. Il soldato



Sigmund Freud

(e dietro di lui la società intera mobilitata nello sforzo bellico) regredisce al livello psichico dell'uomo primitivo.

Questa regressione, che Freud non condanna moralisticamente ma indaga da studioso tardopositivista, avviene essenzialmente su due fronti. Il primo è quello del diritto a uccidere il nemico e a provare piacere per la sua morte. Il secondo, che è quello che qui ci interessa, è la convinzione soggettiva di essere immortali. Questa idea è profondamente radicata nell'inconscio, che è totalmente impermeabile alla nozione della propria morte. In tempo di guerra questo consente al fante di lanciarsi dalla trincea verso il fuoco nemico

e alla società che lo sostiene di ritenersi invincibile. Se questa convinzione non ci fosse, pensa Freud, non ci sarebbe nemmeno la guerra.

L'idea inconscia della propria invulnerabilità esiste comunque anche in tempo di pace. A livello conscio siamo perfettamente consapevoli dei nostri limiti e della nostra mortalità, ma il conscio conta poco e decide ancora meno.

A livello razionale, ad esempio, sappiamo che un grande rialzo azionario si trasformerà un giorno in un lungo e doloroso ribasso o in un tragico crash.



Carl Gustav Jung

A livello individuale e inconscio siamo però convinti che noi ce la faremo. O proiettiamo la fine del rialzo in un tempo metastorico oppure siamo certi che usciremo comunque in tempo dal mercato.

A livello cosciente, dunque, ci diciamo che il rialzo scala un muro di preoccupazioni, che

la strada è piena di trappole e di insidie, che le valutazioni sono elevate e che la crescita è debole e che è quindi meglio restare al riparo. Chi decide dentro di noi, l'inconscio, è però convinto di essere invulnerabile e ci induce a uscire dalla trincea e a lanciarsi verso il prossimo crash. Se non fosse così, per parafrasare Freud, non ci sarebbero né i rialzi né le successive cadute.

Tre studi pubblicati in questi giorni, due macro e uno micro, ci confermano nell'idea che la prossima fase del rialzo azionario sarà potenzialmente più lunga di quanto comunemente non si pensi, ma anche particolarmente tormentata. La futura dolorosa consapevolezza della natura artificiale di questo rialzo (ben diversa dalla sciocca creduloneria che accompagnò la bolla di Internet e quella del 2007) ci spingerà verso la prudenza. La pancia ci spingerà però dentro il mercato e alimenterà il rialzo.

Secondo Jung il conflitto tra l'ego e l'inconscio è la causa delle nevrosi. Nevrotici, dunque, saranno i prossimi mesi e anni di bull market.

La narrazione prevalente nel mercato, in questo momento, è che l'economia sta per accelerare in modo duraturo in quasi tutto il mondo e che questo sosterrà a lungo margini, utili, multipli e borse. Questa visione è espressa con poca enfasi e con basso profilo, ma è in ogni caso, nella sua modestia di orizzonti, solare e lineare. Non è nevrotica.

I due studi macro a cui abbiamo fatto cenno ci dicono però che la crescita potenziale, senza politiche monetarie radicalmente più aggressive di quelle

adottate o annunciate dalle banche centrali, rischierà addirittura di ridursi. I due studi vengono dai livelli più alti dello staff della Fed (il primo dalla Divisione Affari Monetari e il secondo dalla Ricerca Economica) e sono disponibili in rete (David Wilcox e William English sono gli autori). Jan Hatzius ne ha fatto un ottimo riassunto.

La crescita potenziale deriva essenzialmente da due fattori che sono la produttività (che vedremo dopo) e la quantità di lavoratori disoccupati a disposizione delle imprese nel caso queste vogliano produrre di più.

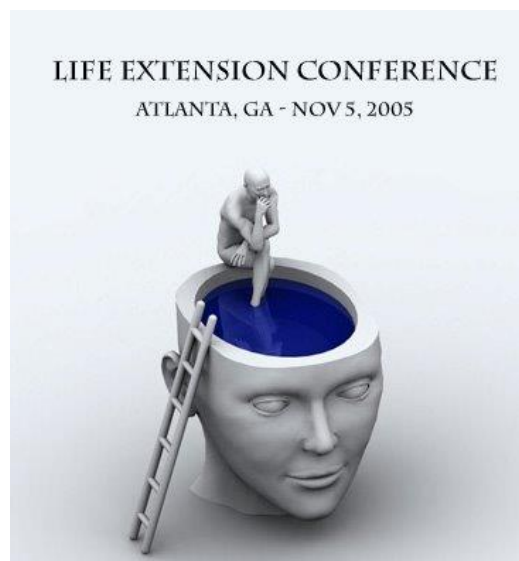
I disoccupati, a loro volta, vengono divisi in ciclici (quelli che dopo un breve periodo di inattività trovano di nuovo un lavoro non appena l'economia si riprende) e strutturali (quelli che hanno competenze obsolete e restano inattivi per anni o per sempre).

La crescita bassa di questi anni, dovuta alla produttività che dopo il boom del 2008-2009 si è completamente fermata, sta portando a un aumento dei disoccupati strutturali. I disoccupati ciclici diminuiscono, è vero (e questo ci dà l'illusione di una ripresa ormai irreversibile), ma nel medio termine la crescita potenziale rischia di essere ulteriormente abbassata dall'aumento dei disoccupati strutturali, quelli inutilizzabili.

Il mercato di solito guarda alla crescita effettiva, non a quella potenziale, e i dati, fino a oggi, non sono stati così negativi, anzi. La crescita effettiva si sta però avvicinando al suo limite potenziale (l'output gap è di soli 3 punti di Pil), è cioè sempre più vicina a un tetto che, di suo, si sta abbassando. Siamo seduti in una mansarda, ci alziamo

gradualmente e camminiamo verso l'angolo in cui spiove il tetto. Per il momento siamo più in alto e ne siamo contenti, ma presto dovremo chinarci.

Per alzare il tetto, dicono gli autori, bisogna tenere i tassi a zero (non bassi, a zero), non fino a quando la disoccupazione sarà scesa al 7 o al 6.5, ma fino a quando non sarà arrivata al 6 o, meglio ancora, al 5.5. In pratica, tassi a zero fino al 2017. Bisogna cioè riassorbire fino all'ultimo disoccupato ciclico per potere riacciuffare almeno una parte dei disoccupati strutturali prima che diventino definitivi. Bisogna aumentare l'offerta (la capacità di produrre) per aumentare la domanda aggregata.



La Life Extension, anticamera dell'immortalità.

Lo sappiamo, ci sono studi che studiano sul serio e studi che servono a giustificare scelte politiche già prese o che verranno prese tra poco dalla Fed guidata dalla Yellen. Ha poca importanza sapere se siamo nell'uno o nell'altro caso. Quello che conta è il preannuncio di una politica ancora più espansiva. E di molto.

Ma perché la produttività non sale più? Perché le imprese continuano a investire il meno possibile. Perché investono poco? Perché la manodopera è abbondante e costa poco e perché la domanda cresce poco. Non c'è motivo di spendere per un robot, ci si penserà quando davanti all'ufficio del personale ci sarà la fila di dipendenti che chiedono l'aumento.

Se la produttività non sale e l'economia non cresce molto, come mai aumentano gli utili delle società? Perché le imprese, invece di investire, acquistano azioni proprie, facendo salire gli utili per azione. E perché aumentano i dividendi? Perché le società, invece di usare la cassa per investire, aumentano i dividendi. Esageriamo, naturalmente. Qualche società migliora sul serio, ma ce ne sono molte che ricorrono a questi piccoli trucchi.

Il terzo studio, pubblicato da David Kostin di Goldman Sachs, chiede alle società di usare un trucco più aggressivo. Restituite il cash agli azionisti, dice, e quando la cassa sarà vuota prendete soldi a prestito per ricomprare

altre azioni della società e distruggerle. In questo modo gli utili per azione continueranno a salire.

Si noti che fino a due anni fa si chiedeva alle società di fare il contrario. Accumulate cassa, si diceva, il mondo è un posto pericoloso e il cash non è mai abbastanza. Come cambiano i tempi.

Riassumiamo. Nei prossimi tre anni (2014, 2015 e 2016) avremo tassi garantiti a zero perché l'economia sarà a rischio di rinsecchimento e avremo utili per azione in crescita perché le società prenderanno soldi a prestito per comprare azioni proprie e spingere in alto gli utili per azione. Niente, assolutamente niente di esaltante.

Niente di simile alla ripresa sana e

confortante che fa da base alla narrazione di questo momento sui mercati.

Avremo dunque un mondo meno bello di come lo immaginiamo oggi ma avremo allo stesso tempo ancora più motivi per comprare borsa e tenere i



La copertina di Time Magazine del 30 settembre 2013.

bond (se ci accontenteremo di un rendimento simbolico). Da qui il tormento e la nevrosi. La testa ci dirà di vendere e la pancia di comprare. E la pancia vince sempre, come abbiamo visto.

Quando finirà? Lo studio di English sostiene che, se si tirerà la corda con la politica monetaria ultraespansiva, i rialzi dei tassi dal 2018 ai primi anni Venti saranno consistenti e porteranno i Fed Funds sopra il livello neutrale. Si può stare tranquilli sul fatto che la corda verrà tirata il più possibile. È sempre stato così e a maggior ragione lo sarà questa volta.

I rialzi continui dei tassi metteranno sotto forte stress i grandi debitori (ce ne sono alcuni in Europa). Le società non potranno più indebitarsi per comprare azioni proprie e gli utili ne risentiranno. Le borse smetteranno di salire anche in presenza di economie in crescita. Se le economie non saranno in crescita le azioni scenderanno. Tutto questo avverrà dal 2017 in avanti. Forse ci sarà un breve crash nel 2017 seguito poi da una ripresa di qualche anno prima dell'eventuale bear market di metà anni Venti. I lunghi bull market hanno sempre un crash a due terzi del loro cammino.

Tutti questi eventuali problemi riguarderanno naturalmente solo gli altri. Noi, come individui, saremo sempre invulnerabili e immortali.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181

Disclaimer

Kairos Partners SGR SpA. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR 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 Kairos Partners SGR 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.

Né Kairos Partners SGR né alcuna 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 di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311).

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR 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. Kairos Partners SGR 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 Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.