

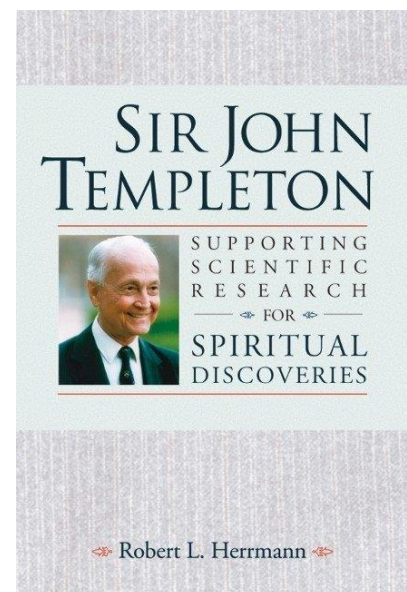
PENSIERO CRITICO

16 gennaio 2014

Le insolite divisioni nel mondo dei contrarian

Diceva John Templeton (1912-2008) che non bisogna mai investire quando l'orizzonte appare sereno. Uomo del Tennessee, era cresciuto nella cultura del Profondo Sud, molto religiosa ma anche non conformista e romanticamente individualista. Curioso e aperto, concepì la fede nel modo meno bigotto possibile e fu sempre affascinato, lui presbiteriano rigoroso, dal dialogo con le altre religioni. Le fondazioni cui lasciò più di un miliardo di dollari (in epoche in cui valevano ben più di oggi), oltre a compiti tradizionalmente filantropici, si dedicano da quarant'anni al finanziamento delle ricerche sui rapporti tra fede e scienza, un tema che a Templeton fu sempre particolarmente caro.

Pioniere del risparmio gestito, cercò sempre di pensare con la sua testa, senza arroganza ma nella convinzione che seguire le onde e le mode può portare a qualche guadagno effimero, ma non è intellettualmente onesto e non fa gli interessi dei clienti. Interessi che si difendono invece comprando valore quando tutti scappano o snobbano un titolo o un settore e vendendo quando il mercato perde il lume della ragione e vuole borsa a tutti i costi. A chi volesse approfondire la figura di quest'uomo intelligente e nobile suggeriamo



La scienza come sostegno della vita spirituale. La biografia di John Templeton.

di scaricare dalla rete un documentario molto bello e senza retorica della Bloomberg Television a lui dedicato. Fa da antidoto al DiCaprio di *The Wolf of Wall Street* e si intitola, molto semplicemente, *Contrarian*.

Templeton, nota Fred Hickey, avrebbe molto probabilmente definito molto sereno l'orizzonte che si profila oggi davanti agli investitori. L'Europa non fa più paura, il Giappone sta facendo scelte coraggiose, gli Stati Uniti



The Wolf of Wall Street. 2013. Un film di Scorsese.

appaiono strutturalmente solidissimi. Basta evitare gli emergenti, dice il consenso. Da contrarian tosto e tenace (e quindi disposto a soffrire) Hickey ha però solo oro, titoli auriferi e cash nel momento in cui anche molti scettici stanno diventando ottimisti e si riempiono di titoli. Il mondo, osserva con un'altra citazione, si divide

del resto tra chi, come lui, sceglie di apparire un idiota troppo prudente nella fase montante di una bolla e chi vuole invece apparire intelligentemente sovrappesato in equity prima dei massimi salvo trasformarsi in un idiota dopo, a bolla scoppiata.

Tutto semplice allora? Basta costringersi a fare la scelta meno istintiva, vendendo quando gli indicatori di sentiment, come in questo momento, sono su livelli di ottimismo così alti da fare pensare a una correzione imminente?

No, non è semplice affatto se un'altra figura leggendaria del mondo contrarian, Bill Miller, si dice molto ottimista sul 2014. Miller non è per niente spaventato dal fatto che l'indice americano quota più di 15 volte gli utili. Nella fase finale di un grande ciclo di rialzo, dice, si può arrivare tranquillamente a 20. Miller, d'altra parte, non lamenta l'assenza di titoli ancora a prezzo contenuto, ne ha molti in portafoglio (una breve ricerca in rete consente a tutti di conoscerli) e se li tiene stretti anche se negli ultimi tempi hanno quasi tutti preso a salire a tappe forzate.

Templeton, Hickey e Miller non sono tre casi qualunque di opinionisti che pontificano. Sono investitori puntigliosamente contrarian che per tre-quattro decenni hanno fatto esattamente quello che predicavano, che per qualche stagione hanno dovuto soffrire la derisione e l'isolamento ancor più che le perdite e che hanno realizzato nel lungo periodo risultati da sogno.

Ne potremmo citare altri, di mostri sacri contrarian, da Jim Rogers e Marc Faber che aspettano con impazienza il momento buono per mettersi al ribasso (ma non lo ritengono ancora arrivato) fino a Warren Buffett, che però

non vende mai quello che ha e che quando è negativo si limita a smettere di comprare.

La conclusione che ne possiamo trarre è che nel mondo contrarian, che è comunque minoritario, non c'è assolutamente il consenso negativo unanime che c'era nel 1999 e nemmeno quello, sempre negativo ma articolato e sfumato, che vi si riscontrava nel 2007-2008.

La ragione è evidente. Quella del 1999-2000 fu una bolla di dimensioni epocali e per di più concentrata solo su alcuni settori dell'azionario (non su case e bond). Quanto al 2008, la storiografia recente ne ha ridimensionato, per quanto riguarda la borsa, gli aspetti classici della bolla. Il rialzo patologico riguardò le case e, in Europa, il debito mediterraneo. Il crash di borsa, più che ai multipli insostenibili, fu dovuto alla crisi finanziaria prodotta dallo scoppio della bolla immobiliare e, più tardi, dalla crisi di Eurolandia.

Questa volta la bolla è spalmata su tutti gli asset (case, bond e borse) con l'eccezione delle materie prime, dell'oro e degli emergenti, che sarebbero comunque su livelli più bassi senza il supporto di una politica monetaria globalmente espansiva.

La bolla appare più inquietante soprattutto sui bond, mentre borse e case sono essenzialmente in una fase di riallineamento, non ancora completata, con i livelli raggiunti dall'obbligazionario.

Perfino sui bond, tuttavia, circolano teorie revisioniste (a loro modo contrarian) che affermano che il loro livello non è poi così eccessivo. Parliamo della scuola della stagnazione secolare, quella che sostiene che per creare un equilibrio tra risparmio disponibile e voglia di investire da parte delle imprese occorrerebbero tassi ancora più bassi. In un'intervista recente Summers si mostra molto freddo verso la riaccelerazione dell'economia americana. Non ne nega l'evidenza, ma la attribuisce allo stimolo monetario straordinario della Fed. In condizioni di normalità monetaria, dice, il mondo sviluppato non è più capace di crescere. Non da adesso, ma da vent'anni. E non parliamo dell'Europa.

Come minimo, quindi, è ancora presto per staccare la spina sull'azionario. Il 1987 insegna che il mercato, per ragioni sue, può inventarsi un crash in qualsiasi momento, ma un crash che tragga origine dall'economia reale, come quello del 2008, non è alle viste. Non c'è un eccesso di investimenti da parte



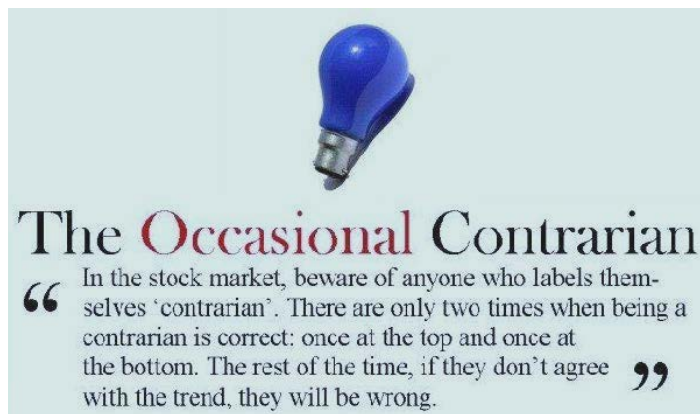
Bill Miller, il contrarian più ottimista del consenso.

delle imprese, diversamente dal 1999. Non ci sono eccessi evidenti nell'immobiliare, a parte qualche mercato asiatico, Canada e Australia. Quanto all'eventualità di una crisi del debito in Europa o in qualche emergente, vedremo qualcosa di serio, nel caso, solo quando i tassi di policy inizieranno a salire sul serio e in misura rilevante.

Restano le dinamiche interne al mercato azionario. I critici fanno notare gli alti livelli di debito per acquisti a margine e le quotazioni elevatissime di alcuni campioni di Internet 2.0. La questione della leva va però confrontata con il sottoinvestimento strutturale in azioni ancora evidente tra privati e istituzionali (si pensi ai fondi pensione). Quanto alle valutazioni di borsa, nessuno è obbligato a correre dietro ai titoli di moda quando esistono ancora valutazioni interessanti in numerosi comparti ciclici.

Non sappiamo se quest'anno le borse regaleranno l'uno per cento (come dice David Bianco di Deutsche Bank), il 3 per cento (come dice Kostin di Goldman Sachs), il 7-10 per cento (come dice il consenso) o il 20 come dice Miller. Sappiamo però che è difficile che il 2014 abbia il segno negativo, una condizione che, in mancanza di alternative d'investimento convincenti, dovrebbe indurre tutti a restare sull'azionario.

Quanto al dove e al cosa, registriamo la divergenza tra il consenso, che in questo momento è tutto dalla parte dell'Europa (in particolare mediterranea) e voci fuori dal coro come JP Morgan, che suggeriscono di sovrappesare gli Stati Uniti.



Critica del pensiero critico. Il blog di Ross Healy.

Per quanto ci riguarda, il fatto che l'America abbia un multiplo di 15.7 sugli utili 2014 e l'Europa quoti solo 14 volte non ci scalda il cuore più di tanto. Un paese solido che cresce al 3 per cento merita un multiplo più alto di un continente

fragile che avrà una crescita esangue e che sarà di nuovo esposto alle tempeste quando i tassi saliranno.

Il mercato sembra però pensarla diversamente e, in particolare nelle fasi di euforia come l'attuale, va a cercare i ritardatari che comunque offrono qualche speranza (sugli emergenti non si va perché non offrono appigli all'ottimismo). In pratica l'Europa sarà solo più volatile. Verrà cercata nei



momenti positivi e scaricata in quelli di cautela. Al margine peserà però il fatto che il mondo è sottoinvestito di Europa.

Quanto ai settori, la conversione verso i ciclici è ormai generale negli orientamenti, ma non lo è ancora nei portafogli. Per questa ragione non c'è da esitare troppo nel comprarli.

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.