

L'OMBRELLO

19 giugno 2014

Quando comprarlo, quando metterlo nella borsa, quando aprirlo

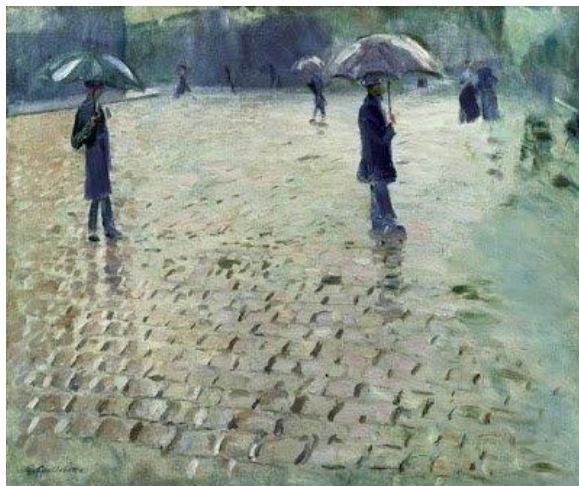
Gli esseri umani si comportano con la pioggia non diversamente da come si comportano con gli investimenti. Hanno una fiducia limitata nelle previsioni dei meteorologi, che in questi tempi politicamente corretti tendono a mettere in guardia contro possibili uragani anche quando in cuor loro pensano solo a una pioggerella. Fanno anche la tara, quando devono andare in vacanza, alle agenzie di viaggi che descrivono le loro mete come perennemente benedette da un caldo sole e da una piacevole brezza e mettono in valigia ventagli e ombrellini.



Pierre-Auguste Renoir. Les Parapluies. 1883.

Pur scontando correttamente le inclinazioni e i conflitti d'interesse degli esperti, fanno però poco lavoro in proprio per analizzare seriamente l'evoluzione possibile del tempo. Si limitano a guardare fuori dalla finestra prima di uscire di casa la mattina. Se sta piovendo, prendono l'ombrello. Se c'è il sole lo lasciano a casa, pur sapendo che c'è sempre un piccolo rischio che la sera possa servire. Se è nuvoloso guardano prima il cielo e poi per terra. La

decisione dipende per il 10 per cento da quello che vedono in alto e per il 90 da quello che vedono in basso. Se per terra è bagnato prendono l'ombrello, se è asciutto no.



Gustave Caillebotte. Rue de Paris, jour de pluie.

A parità di nuvolosità del cielo, se nei giorni precedenti è piovuto prendono l'ombrello molto di più che nel caso in cui sia stato bello. In tutti i casi, come si vede, si fanno guidare dagli indicatori ritardati, quelli che descrivono il passato e non il futuro.

Potrebbero, volendo, tenere sempre un ombrellino nella borsa (l'equivalente di un'opzione di vendita su titoli) ma l'ombrellino ingombra (e l'opzione costa)

per cui molto spesso lo lasciano a casa. Sanno che, alla peggio, troveranno un ambulante con tanti ombrellini colorati disposti per terra sotto un portico. Sono rassegnati al fatto che gli ambulanti fanno come Uber, applicano cioè il dynamic pricing model. Quando piove i loro ombrellini (come le opzioni) costano subito di più, anche il doppio o il triplo, in funzione dell'intensità della pioggia. Prima di trovare l'ambulante, d'altra parte, ci si è già bagnati. Ciò nonostante sono pochi quelli che si ricordano di comprare l'ombrello quando c'è il sole e quando costa molto meno (come le opzioni adesso).

Tornando ai meteorologi, gli unici che vengono ascoltati con estrema attenzione sono quelli delle banche centrali, anche se le loro previsioni sono generalmente sbagliate. Alla fine del 2001, ad esempio, il Fomc prevedeva che la crescita americana, nel 2014, sarebbe stata compresa tra il 3.4 e il 4 per cento. Ora la previsione ufficiale per quest'anno è del 2.1-2.3 per cento, la metà.

A volte le loro previsioni sono anche sconcertanti. Negli ultimi tre mesi l'indice dei prezzi al consumo americano è cresciuto a una velocità annualizzata del 2.8 per cento, ma la Fed, nonostante la Yellen si sia detta fiduciosa (e speranzosa) in una accelerazione dell'inflazione salariale nei prossimi anni, fa finta di non vedere quello che ha sotto il naso e lascia le sue stime sull'inflazione nel 2016 all'1.6-2.0 per cento, addirittura più basse delle stime pubblicate tre mesi fa.

Fa riflettere anche il fatto che la Fed preveda ora la piena occupazione alla fine del 2015 (anche se quasi sicuramente arriverà prima) e che in quella

situazione (per definizione ottimale) ipotizzi tassi sui Fed Funds all'1.13 con un'inflazione (che quasi sicuramente sarà più alta) dell'1.75 per cento. Tassi reali negativi di 62 punti base con pieno impiego, una novità assoluta. Repressione finanziaria allo stato puro.

Il mercato ha imparato a non farsi guidare dalle stime, ma dal grado di distorsione della realtà che queste esprimono. Distorcere la realtà, o per lo meno il buon senso, è il modo di esprimere una volontà politica.

I democratici del Fomc, che vogliono tassi a zero per avere il prima possibile piena occupazione e aumenti salariali (anche a costo di provocare inflazione), fanno stime di crescita dell'occupazione e dell'inflazione palesemente basse in modo da potere giustificare i tassi a zero. I repubblicani le fanno palesemente alte in modo da alzare la media e avere un supporto per chiedere tassi più alti. Poiché i democratici del Fomc sono più numerosi (oltre che molto più influenti a livello di opinione) le stime finali, che sono una media tra quelle espresse dai vari componenti, sono palesemente al di sotto del credibile.

Più sono al di sotto del credibile, più trasmettono il messaggio che la componente maggioritaria del Fomc vuole assolutamente, costi quel che costi, tenere i tassi a zero per un periodo particolarmente lungo.

I mercati colgono perfettamente (e razionalmente) il messaggio. Non importa che la realtà sia bruttina, con meno crescita e più inflazione (in America) di quello che ci siamo raccontati per tutti questi mesi. L'unica realtà che conta è convenzionale ed è quella ricostruita dalla Fed.



Gustave Caillebotte. La Place de l'Europe, temps de pluie. 1873.

Accade così che i mercati accolgano favorevolmente tutto e il contrario di tutto. In Europa festeggiano l'inflazione troppo bassa (perché significa che la Bce farà il Quantitative easing) e in America festeggiano l'inflazione alta (perché vuol dire che la Fed ha avuto successo e perché le imprese hanno finalmente la possibilità di alzare i prezzi). Accade anche che i mercati diventino più realisti del re ed esprimano, nelle loro attese, tassi futuri più bassi di quelli, già bassi, previsti dai membri del Fomc.

Le borse possono così continuare a salire anche se cominciano ad essere care, i bond possono rinviare il momento della discesa e il dollaro può

rinvviare quello del rafforzamento, confermando l'idea per cui ogni volta che l'Europa fa qualcosa di espansivo, l'America risponde con ancora maggiore aggressività.

Avevamo parlato la settimana scorsa dell'opportunità di cominciare a proteggere i portafogli. Strategicamente rimane una scelta razionale, ma dopo il Fomc torniamo alla lavagna e rimoduliamo la nostra idea.

Poiché gli ombrelli (le put) costano, è inutile comprarli troppo presto. Si potrebbero invece impiegare i prossimi tre-quattro mesi per vendere call leggermente out of the money (a un prezzo d'esercizio più alto di quello corrente) su una parte del portafoglio. Se le call verranno esercitate avremo



Luke Jerram. Installazione a Rotterdam. 2012.

comunque venduto le azioni ai massimi di tutti i tempi, una cosa per cui non è mai morto nessuno. Useremo il tesoretto accumulato con la vendita estiva di call per comprare, verso la fine dell'anno, put sul resto del portafoglio.

linea della Fed e passerà, come è suo costume, da un atteggiamento ultracompiacente a un atteggiamento sospettoso (scendendo). Oppure la crescita continuerà a essere modesta, e allora il mercato si chiederà se sia davvero il caso di pagare sempre di più azioni che producono sempre lo stesso reddito.

Delle due l'una. O la crescita accelererà in modo più convincente, e allora il mercato comincerà a dubitare della

Nei due casi, dunque, gli ombrelli cominceranno a servire. Après la pluie le beau temps, dicono i francesi, e dopo il bel tempo la pioggia.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via Bigli 21, 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 (Mailander – 011.5527311). 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.