

SITUAZIONE APERTA

9 ottobre 2014

Opportunità d'acquisto, inizio di bear market o semplice normalità?

Ogni giorno, prima di buttarsi nella mischia, i protagonisti grandi e piccoli dei mercati finanziari scrutano due cose. Da una parte guardano la realtà del mondo, fatta per loro soprattutto di dati macro e stime sulle società quotate. Dall'altra valutano con la massima attenzione qualsiasi parola esca dalla bocca dei banchieri centrali e dei governi. Il mondo oggettivo, dunque, e la volontà politica.

Ci sono periodi in cui tutto sembra chiaro, in senso positivo o negativo. Chiaro non vuole dire necessariamente vero. Talvolta infatti il mercato si racconta delle favole e le adotta come verità. Questo non è bello, ma dà comunque una sensazione di controllo sugli eventi.

Ci sono però altri momenti, come quello che stiamo vivendo, in cui i segnali si fanno contraddittori e la prospettiva cambia continuamente. Si dirà che anche in questi ultimi anni i dati sono stati contrastanti, alcuni



Caspar David Friedrich. Viandante sul mare di nebbia.

buoni e altri meno buoni. Proprio questa alternanza continua ha creato quell'atmosfera temperata, né troppo calda né troppo fredda, che tanto è piaciuta ai mercati.



Caspar David Friedrich. Le scogliere di calcare di Rügen. 1818.

Perché allora il momento attuale fa così paura? Dicevamo che è una questione di prospettiva. Quando in montagna si cammina lungo una valle ci si muove tra due pendii e non si ha paura di cadere. Se però si cammina lungo una cresta ci si muove sempre in mezzo a due pendii, ma si rischia di cadere da una parte e anche dall'altra.

Goldilocks senza inflazione è piacevolmente sicuro come camminare lungo il fiume che ha scavato la valle. Per contro, avere mezzo mondo che cresce molto e forse va frenato e l'altro mezzo che sembra sprofondare senza rimedio nelle sabbie mobili della deflazione dà una sensazione di vertigine.

Ci sono poi altri fattori che complicano ulteriormente il quadro.

Il primo è che i dati macro non sono di facile lettura. L'inflazione salariale americana, l'elemento più importante nelle scelte sui tassi della Fed, è straordinariamente mite in alcune statistiche (quelle del Dipartimento del Lavoro) ed è invece vivace e in crescita in altre, come ad esempio quelle raccolte da Adp. Le prime hanno il peso dell'ufficialità, ma sono vecchie e superate nel disegno. Le seconde, quelle di Adp, sono qualitativamente migliori, ma hanno un seguito minore. La Fed si basa sulle prime, che supportano la scelta politica di tenere i tassi a zero, ma sa che ci può essere del vero anche nelle seconde.

Un altro dato di difficile lettura è quello sulla pesante caduta della produzione industriale tedesca. Si è sempre saputo che da Italia e Francia non c'è da aspettarsi molto, si è capito da tempo che la storia della ripresa europea è molto ottimismo della volontà e poco realtà effettiva. Nessuno però aveva finora messo in discussione la tenuta della Germania e la sua capacità di fronteggiare la riduzione del mercato russo prodotta dalle sanzioni.

Se cade la Germania, si sono detti i mercati, cade l'Europa e se cade l'Europa, accompagnata da Cina, Giappone, Brasile e Russia che non stanno tanto bene, rischia di affievolirsi anche l'America. Addio rialzo azionario.

Fermi, dice però Greg Fuzesi di JP Morgan. La produzione automobilistica tedesca è quest'anno eccezionalmente volatile. Un mese molto pesante può essere seguito da un mese di forte ripresa. Aspettiamo un momento prima di dare giudizi definitivi sulla Germania (che è comunque un po' in affanno su molti fronti) e sul mondo.

Un altro elemento di difficile interpretazione è l'atteggiamento delle banche centrali nei confronti dei mercati finanziari. La Yellen aveva già provato a stilare una piccola lista di asset sopravvalutati (alcuni bond ad alto rendimento, una parte della biotecnologia e i social network). La reazione era stata breve. La sensazione era che la Fed, scegliendo alcuni settori ad alto valore simbolico, voleva semplicemente comunicare che teneva d'occhio i mercati, non che ne desiderava la discesa.

Ora però il Fondo Monetario parla di mercati azionari gonfi, non fa distinzioni sottili e paventa forti cadute l'anno prossimo. È qualcosa di più di un semplice richiamo

alla moderazione. Perché lo fa? Perché nota un divario crescente tra borse sempre più sicure di sé e un'economia globale più fragile di quello che si pensava e teme davvero dei crash che la possano



La scalata del Bianco di Mr. Saussure. 1787. Collection Payot. Conseil Général de Haute-Savoie.

indebolire ulteriormente? Oppure perché vuole che tutti continuino a tenere i tassi a zero senza sentirsi intralciati da bolle di borsa che a questi livelli danno più fastidio che altro? La prima interpretazione è molto negativa per le borse, la seconda è in realtà molto positiva, perché corrisponde a un comprare su debolezza con validità permanente.

Un'altra complicazione è Ebola. In certi momenti, vedendo l'approssimazione della risposta delle autorità e degli esseri umani in generale, viene davvero da preoccuparsi. Gli animalisti spagnoli che si sono opposti alla soppressione di un cane forse infetto ricordano tanto il Brad Pitt delle Twelve Monkeys (che nel film provoca la quasi estinzione del genere umano). In altri momenti si vedono invece le cose nelle loro attuali limitate proporzioni e ci si calma. È chiaro comunque che Ebola è, per i mercati, una variabile totalmente incontrollabile.

Provando a sintetizzare, il quadro attuale appare molto aperto. Bastano una ripresa della produzione industriale tedesca (ben possibile, come abbiamo visto), un Qe europeo fatto di Abs (potenzialmente 1.2 trilioni, dice Constancio, pari a un trilione e mezzo di dollari, molto più del Qe3 americano che sta per terminare) e un Ebola che fa parlare meno di sé per dare un buono spazio a nuovi massimi di borsa nel prossimo periodo. Un'Europa che



Traversata della Mer de Glace. 1903.

litiga, una Bce con il freno a mano tirato, un'industria tedesca che non si riprende e un'Ebola che non si ferma possono invece fare pendere la bilancia dal lato opposto, anche pesantemente.

Siamo abbastanza fiduciosi sull'Europa. Le politiche fiscali sono di nuovo leggermente espansive (grazie alla ribellione francese) e la Germania si farà volentieri mettere in minoranza nella

Bce, accettando un Qe teologicamente meno impuro di quello americano. Su Ebola, naturalmente, non sappiamo nulla.

In pratica manteniamo il profilo favorevole al dollaro e all'equity, ma con l'idea di alleggerire l'azionario (non il dollaro) nei momenti in cui l'alta volatilità lo riporta vicino ai massimi.

Ebola a parte, un mercato che sale e che scende e che pende un po' meno dalle labbra e dalla volontà politica delle banche centrali non è altro, come nota Richard Pzena, che un mercato che sta diventando più normale.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



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 (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.