

**LA PAGELLA**

3 settembre 2015

**A fine anno il giudizio dei mercati sarà meno severo**

In un prezioso libro di ricordi, il grande studioso di filosofia antica Mario Untersteiner (1899-1981) rievoca la figura del suo maestro elementare della regia imperiale scuola della Rovereto asburgica. Sotto il ritratto di Francesco Giuseppe, il maestro si rivolgeva agli allievi usando il lei e il loro. Per domani studino questo e preparino quest'altro, perché verranno interrogati.



Classe di scuola sotto la repubblica di Weimar. Sulla parete il ritratto del presidente Hindenburg. Fine anni Venti.

La scuola è cambiata e oggi sono spesso gli studenti a dare del tu ai professori. Quella che non è cambiata, nel corso delle generazioni, è la stagionalità dell'anno scolastico, che era in origine calendarizzato, nell'Europa ancora in larga misura contadina, in modo da permettere ai giovani di partecipare al raccolto. Di qui l'origine delle lunghe vacanze estive.

La stagionalità che ci interessa qui è però quella per cui la prima parte dell'anno scolastico è caratterizzata da una particolare severità da parte degli insegnanti, che non esitano ad assegnare voti sadicamente bassi,

accompagnati da giudizi al limite del politicamente scorretto. Questo impuntarsi sull'errore o sullo strafalcione si trasforma però, nella parte finale dell'anno scolastico, in un giudizio complessivo sulla personalità dell'allievo. I grotteschi due meno meno diventano stiracchiate sufficienze e il sarcasmo dei giudizi autunnali diventa all'inizio dell'estate una magnanima espressione di fiducia nella possibilità di continuare gli studi da parte dello studente. Solo ai casi particolarmente delicati e difficili viene riservata la bocciatura.



Scuola tedesca. Fine anni Venti.

Qualcosa di simile accade all'anno azionario. Si inizia con i libri puliti, con il contatore di performance azzerato e con narrazioni positive che proiettano su un mitico secondo semestre miglioramenti ulteriori. Con l'arrivare dell'estate i soldi sono stati già spesi, le riserve di liquidità sono basse e la realtà, anche negli

anni buoni, non manca mai di riservare qualche delusione o sorpresa negativa. Ecco così che, tra fine agosto e fine novembre, il mercato diventa insensibile alle notizie positive, già scontate, ed esaspera gli elementi negativi. I portafogli psicologicamente o finanziariamente fragili vendono, il mercato scende ancora di più e le narrazioni si fanno cupe e distruttive.

A dicembre, tuttavia, chi doveva comprare ha comprato e chi doveva vendere ha venduto. È l'unico momento, dicembre, in cui non si corre troppo dietro ai sogni e ci si libera dagli incubi e dalle nevrosi. Lo sguardo si distacca dall'ultimo dato appena uscito e si sforza di esprimere un giudizio complessivo sull'anno trascorso, esattamente come fanno i professori nel consiglio di classe di fine anno scolastico.

Oggi, a settembre appena iniziato e con l'SP 500 in flessione del 6.50 per cento rispetto all'inizio dell'anno, ha senso vendere solo se si pensa che a dicembre, a consuntivo, il 2015 verrà giudicato un anno da meno 10 o da meno 15. Ha senso invece comprare o, più prudentemente, tenere, se si pensa che l'anno terminerà invariato o con un (modesto) risultato positivo.

Il 2015, in America, si chiuderà senza eccessi di scorte, con vendite d'auto ai massimi del dopo crisi e vicine ai massimi storici e con un mercato delle costruzioni che dà segni sempre più chiari di risveglio. Certo, l'industria petrolifera avrà licenziato 100mila persone, ma l'occupazione sarà aumentata di quasi tre milioni di unità. La crescita del secondo semestre, Cina o non Cina, sarà stata superiore a quella del primo. I tassi d'interesse saranno allo

0.25, contro lo zero attuale, ma questo fatto, ampiamente scontato, non avrà causato un bear market obbligazionario.

Gli utili per azione risulteranno dell'uno o due per cento più alti rispetto al 2014. Certo, un risultato non spettacolare nel suo complesso, ma molto interessante se si considera che gli utili dell'energia si saranno più che dimezzati. Quanto alle valutazioni, nell'ipotesi che si arrivi a inizio dicembre sui livelli attuali, il multiplo sarà di 16 su 2015 e di 15 sugli utili ragionevolmente prevedibili per il 2016. Con queste premesse, chiudere il 2015 con un arretramento di borsa più ampio del 6.5 per cento attuale sarebbe davvero ingeneroso.

Per l'Europa, con l'Euro Stoxx che ha perso per strada tutti i guadagni da inizio anno, il consuntivo sarà ancora più facile. L'Euro Stoxx di oggi è agli stessi livelli del novembre 2014, quando il dollaro stava a 1.26, il petrolio sopra gli 80 dollari, l'inflazione era a zero, mezzo continente era in recessione e il Quantitative easing appariva una promessa incerta.

Come ha detto Stanley Fisher a Jackson Hole, gli effetti di un riallineamento valutario si vedono soprattutto nel secondo anno. Anche per questo la crescita europea sarà più alta nel 2016 che nel 2015 (il contrario, naturalmente, avverrà per la crescita americana).

Quanto alla Cina, la percezione del mercato in questo momento è così negativa che è difficile pensare che a dicembre possa esserlo ancora di più. Tale è l'accanimento anticinese che questa settimana ci è capitato di leggere uno studio che sostiene che la disoccupazione in Cina è almeno il doppio di quel 4.9

indicato dalle statistiche ufficiali, mentre da un'altra parte abbiamo letto che la carenza di manodopera e il conseguente aumento del costo del lavoro stanno minando la competitività del paese. Come poi si possa conciliare il forte aumento delle retribuzioni e il calo del risparmio con una possibile crisi dei consumi e delle importazioni cinesi resta tutto da spiegare.

A dicembre i dati cinesi saranno migliori. Nessun governo al mondo dedica tanta energia all'attività di window dressing di fine anno. Non si tratta solo di massaggiare le statistiche, ma di incentivare in tutti i modi possibili, in particolare attraverso il credito, il raggiungimento degli obiettivi annuali di piano. Non ci spingiamo, come fa invece Timothy Moe di



Prova d'esame in Cina.

Goldman Sachs, a raccomandare l'acquisto delle azioni H quotate a Hong Kong (multiplo sotto 9), ma pensiamo che l'atteggiamento del mercato, a fine anno, sarà meno isterico e più equilibrato di oggi.



Prova d'esame in Cina.

Un mondo con poca crescita è certamente un mondo fragile, ma è anche un mondo che non si surriscalda. La ferita del 2008 è però ancora aperta e il mercato è portato istintivamente a temere, al primo intoppo, che una nuova crisi devastante sia alle porte. Nel 1937, ai primi segni di debolezza ciclica, le imprese smisero di produrre e la borsa si dimezzò perché era ancora

fresco il ricordo dei drammatici anni tra il 1930 e il 1932. Poi, passata la paura, la produzione e la borsa si ripresero velocemente.

Oggi la sola ipotesi che la fine del ciclo sia vicina può mandare il mercato nel panico. Come però esistono le false partenze, così esistono i falsi arrivi. Quello che stiamo vivendo è il primo falso arrivo. I prossimi porteranno a una volatilità ancora maggiore.

Dire questo significa che, per non mettere troppo a rischio le coronarie, le posizioni di rischio nei prossimi due-tre anni andranno progressivamente ridotte. Non significa però, attenzione, che non potremo rivedere i massimi dei mesi scorsi. Su quei massimi sarà però bene alleggerire aggressivamente.

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.