

L'ELEFANTE

10 settembre 2015

Pensieri negativi, legittime speranze

Proviamo a non pensare a un elefante. Immaginatoci un numero, un concetto, una cosa qualsiasi ma cerchiamo di evitare di pensare a un elefante. Ce la possiamo fare. Ci sono infiniti numeri o, come scriveva Giordano Bruno, infiniti mondi su cui riflettere e non si vede perché in questo momento, con tutte le cose che abbiamo da fare, ci si debba proprio mettere a pensare a un elefante. Basta concentrarsi, usare un po' di forza di volontà, aiutarsi con tecniche di meditazione e l'elefante non comparirà nei nostri pensieri.

Facile, vero? No, per niente. Praticamente impossibile. Tanto vale cedere alla tentazione, pensare liberamente a tutti gli elefanti che ci vengono in mente e stare a vedere che cosa succede. Prima o poi, se non avremo nel frattempo deciso di fare degli elefanti la nostra ragione di vita, ci verrà in mente qualcos'altro.



Elefante scolpito nella roccia. India.

L'idea della fine del grande rialzo azionario (e obbligazionario) di questi anni è per molti investitori così dolorosa che si preferisce provare a non pensarci. Più si prova però a cacciare l'idea dalla porta, più questa rientra dalla finestra. E allora proviamo a considerarla.



Ganesha, il dio con la testa d'elefante protettore delle arti e delle scienze.

Si sa che gli umani, quando si trovano improvvisamente di fronte a qualcosa di molto spiacevole, prima cercano di negarne la possibilità ma poi, quando subentra in loro il principio di realtà, provano a trattare. È quello che fa il nobile cavaliere del Settimo sigillo di Bergman quando cerca di guadagnare tempo convincendo la Morte a giocare a scacchi con lui.

Per un grande rialzo azionario trattare con la Fine significa abbassare drasticamente le proprie aspettative e negoziare un lungo periodo di borsa piatta (o, come si dice in gergo, laterale). Molto meno divertente, certo, ma non disprezzabile per chi pratica lo stock-picking, per il long/short e per i cacciatori di dividendi. Qualcosa

insomma in cui guadagnare sia più faticoso, ma non impossibile.

Succede però che anche gli economisti e gli strategist, con tutti i loro apparati di modelli, equazioni e nobili aspirazioni alla scientificità, siano soggetti, come tutti, a strane superstizioni. Se da 86 anni nessun economista o strategist o gestore si azzarda a prevedere borsa piatta nel lungo termine è per l'infausto precedente di Irving Fisher.

Fisher (1867-1947) fu un economista straordinariamente prolifico di idee brillanti e creative. Partito da una solida preparazione quantitativa e da un'impostazione neoclassica, divenne un precursore dell'econometria e del monetarismo, ma elaborò anche concetti, come quello di deflazione da debito, da cui partirono post-keynesiani radicali come Hyman Minsky (1919-1996) per elaborare una teoria sull'intrinseca instabilità dell'economia e dei mercati finanziari.

La grandezza di Fisher è sempre stata riconosciuta dagli addetti ai lavori. Schumpeter, Friedman e Tobin, pur partendo da impostazioni molto diverse tra loro, lo hanno definito il più grande economista americano di tutti i tempi. Nel grande pubblico, tuttavia, su Fischer è calata la damnatio

memoriae per la sua infelice previsione di un mercato azionario stabile sui massimi per un lungo periodo, rilasciata pochi giorni prima del grande crash del 1929. Queste ultime parole famose costarono a Fisher, oltre alla reputazione, gran parte della sua fortuna personale.

Da allora, dicevamo, nessuno ha più il coraggio di prevedere lateralità di lungo periodo. Che, d'altra parte, non sono praticamente mai esistite in natura, nemmeno in epoche storiche relativamente stabili e con poco debito. La lezione di Hyman Minsky, del resto, è consistita proprio nel constatare che un'economia stabile non genera una borsa stabile ma una borsa (o un mercato immobiliare) in rialzo fino al momento in cui la bolla, scoppiando, retroagisce sull'economia e la manda in recessione. È curioso, per inciso, come Minsky sia partito proprio dalla lezione di Fisher per trarne conclusioni completamente opposte sulla stabilità di lungo periodo.

Se la lateralità è dunque un'eccezione (tale è stata quella su Wall Street tra dicembre e metà agosto), bisogna allora decidere se si può tornare ad andare su o se ci si deve preparare a scendere ancora più giù. La nostra idea è che andremo su e giù con oscillazioni sempre più ampie, con la possibilità di modesti nuovi massimi e quella di minimi di periodo asimmetricamente più bassi dei minimi recenti, ma non catastrofici, fino alla prossima recessione.

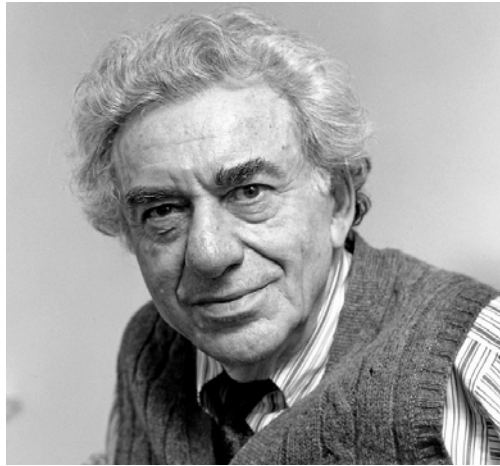
Questa, in altre parole, non è la Fine, ma semmai l'inizio di una fine che può anche essere piuttosto lunga. A 15 volte gli utili 2016, l'SP 500 non è a livelli stratosferici, soprattutto se si considera che il multiplo medio, dal 1960 a oggi, è stato di 16 volte. A nostro avviso, però, il mercato è plafonato perché gli utili faranno fatica a crescere e perché ogni rialzo verrà sequestrato dalla Fed, che approfitterà dei momenti favorevoli di borsa per alzare i tassi.

Il problema, alla fine, è sempre quello. La politica fiscale è paralizzata, quella monetaria è meno espansiva, il rubinetto del credito non è più utilizzabile su larga scala in nessuna parte del mondo e in America, Germania e Giappone siamo vicini al pieno utilizzo dei fattori produttivi. Questo significa, nella migliore delle ipotesi, crescita bassa a perdita d'occhio e, di conseguenza, il rischio continuo, in caso di incidente, di recessione. In questo contesto è razionale che il premio per il rischio aumenti e che i multipli azionari vengano riportati su livelli più difendibili.



Irving Fisher.

Detto questo, non tutto è perduto. L'Europa ha valutazioni più basse dell'America e può legittimamente attendersi un 2016 ancora migliore del 2015. La Bce ha poi fatto già intendere che, in caso di bisogno, prolungherà e renderà più aggressiva la politica di Quantitative easing. Il Giappone, dal canto suo, manterrà una politica monetaria ultraespansiva mentre la Cina, se avrà il coraggio di adottare le politiche giuste, riuscirà ad attestarsi su un livello di crescita decente e difendibile.



Hyman Minsky.

Il vero miracolo, il bianco cavaliere che corre in soccorso del ciclo economico e del bull market azionario, l'antiossidante che ne prolunga la vita, sarebbe la crescita della produttività, oggi malinconicamente a zero. Provando a indossare gli occhiali rosa potremmo dire che delle due l'una. O siamo davvero in piena occupazione e allora gli investimenti in produttività stanno per ripartire. Oppure, come dicono le colombe, ci sono ancora molti disoccupati o sottoccupati occulti, per cui non siamo al vero pieno impiego e i tassi possono ancora restare bassi a lungo.

Staremo a vedere. Per il momento rimaniamo investiti in azionario con l'idea che il 2015 di borsa si possa concludere un 5 per cento sopra i livelli attuali.

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.