

## E CONSENSU GENTIUM

---

Le cose vanno male perché tutti dicono che vanno male

---

Dice Carl Weinberg che quando parla della Cina citando i dati ufficiali sulla crescita (buona) e sulle sofferenze delle banche (sotto controllo) tutti lo guardano come un matto. Weinberg chiede allora che numeri abbiano i suoi interlocutori per arrivare a dire che la Cina è sull'orlo del collasso. Nessuno, rispondono loro regolarmente, ma che le cose stiano andando molto male è quello che stanno dicendo tutti.



*Il Labirinto del Giubileo a Symonds Yat. Inghilterra.*

Possiamo divertirci a sostituire la Cina con le banche italiane, con la manifattura globale, con l'esposizione al petrolio delle banche americane che scendono a rotta di collo (sono quelle che dovevano salire per via del rialzo dei tassi). Tutto va chiaramente male, ma quando si chiede di argomentare la negatività, la risposta è, invariabilmente, che tutti sono negativi e che quindi qualcosa di vero ci deve essere per forza.

Chi ha letto *The Big Short* (o ha visto il film, *La Grande Scommessa*) ricorderà la figura di Michael Burry, il medico diventato gestore che nel 2005 si prende la briga di andare a guardare uno per uno una serie di mutui subprime e scopre che sono quasi tutti pericolanti. Quando propone in giro di mettersi al ribasso su questi titoli tutti lo guardano come un matto anche quando mostra i dati che ha trovato. Il mercato va benissimo, dicono i suoi interlocutori, ed è impossibile che crolli. E perché? Perché così stanno dicendo tutti.

Lo diciamo subito, non consigliamo a nessuno di avere la cocciutaggine di Michael Burry e non avremo mai il coraggio (che ebbe lui) di andare contro tutti mettendoci soldi e reputazione. Del resto, per un Burry che tiene duro per tre anni e alla fine si porta a casa una montagna di soldi, ce ne sono mille

che si fanno venire l'esaurimento nervoso e chiudono prima, perdendo invece di guadagnare. Lo scoprì anche Keynes che infatti scrisse, dopo avere perso quasi tutti i suoi soldi, che i mercati possono avere torto più a lungo di quanto voi possiate permettervi di avere ragione. E non invidiamo molto nemmeno gli obbligazionisti che rifiutarono di ristrutturare il debito argentino. Alla fine avranno più soldi di quelli che si piegarono, ma al prezzo di 15 anni d'inferno.

Preferiamo invece seguire l'insegnamento di Guglielmo da Baskerville (Il Nome della Rosa, Sean Connery nel film), il francescano amante della scienza che ricorda al suo giovane discepolo che è inutile finire sul rogo per difendere le proprie idee. Meglio coltivarle con prudenza, rendere omaggio formale al consenso e aspettare tempi migliori.



*Il labirinto di Longleat. Inghilterra.*

Tradotto in pratica, si tratta di accettare il 2016 come un anno di ritracciamento delle borse, di riposizionamento su livelli più difendibili, di politica monetaria americana meno espansiva, di profitti che crescono poco, di sfide difficili per la Cina che deve gestire ordinatamente la liberalizzazione dei movimenti di capitale, per l'Italia che deve rafforzare le sue banche e per la Merkel che deve tenere insieme un'Europa indisciplinata a est (Polonia, Ungheria), a ovest (Spagna, Portogallo), a sud (Grecia e forse Italia) e a nord (Regno Unito). Si può anche concedere che le politiche monetarie espansive siano meno efficaci di quello che si era creduto. E si può infine rendere doveroso omaggio allo spirito del tempo e accettare una fase di penitenza e di espiazione per gli eccessi degli anni scorsi (evidentissimi nelle materie prime, ma non in altri settori).

Detto questo, nessuno ci obbliga a ripetere come pappagalli che la Cina sta per crollare, che avremo ondate di fallimenti mai viste, che l'Eurozona è sull'orlo della disintegrazione, che l'Italia è peggio della Grecia, che l'America avanza verso il fascismo o il socialismo, che il petrolio non salirà mai più (e se risalirà ci seppellirà d'inflazione), che il dollaro andrà alla parità con l'euro (facendo crollare l'America) o tornerà a indebolirsi massicciamente (facendo crollare l'Europa).



*Richard Woods. Labirinto. Installazione nello Yorkshire.*

E nessuno ci costringe a unirci al coro di chi paventa una Fed sanguinaria che alzerà risolutamente i tassi pur in presenza di tante rovine, di un dollaro che crollerà pur in presenza di centinaia di milioni di cinesi in fila per comprarlo o di una Bce che in marzo farà una manovra piccola piccola pur in presenza di un euro che si rafforza e di un'industria tedesca che la borsa considera in caduta libera. Se si deve pensare al peggio, si scelga. O annegati o a fuoco, non tutti e due.



*Bjarke Ingels. Atrio del National Building Museum.  
Washington DC.*

Diciamolo pure sottovoce e facciamo pure la tara alle previsioni del Fondo Monetario (che prevede più crescita nel 2016 che nel 2015) e a quelle degli analisti azionari top-down e bottom-up, che a tutt'oggi ipotizzano un piccolo rialzo degli utili (e non così piccolo per gli utili ex-oil). Concediamo che in questi anni economisti e analisti si sono sempre dimostrati troppo ottimisti e ipotizziamo, per prudenza, crescita e utili stabili invece che in rialzo. Concediamo anche che gli strategist di tutte le grandi case, che danno l'SP 500 tra 2000 e 2300 per fine anno, vivono nel paese delle favole e non considerano che è corretto sgonfiare i multipli se si ipotizzano utili piatti e non più in crescita. E tuttavia, da qui a dire che ci aspettano sciagure infinite ce ne corre.

Troviamo anche interessante che molti degli short più prestigiosi che soffiano sul fuoco siano pronti a dichiarare che saranno ben lieti di riposizionarsi al rialzo un dieci per cento sotto i livelli attuali. È un atteggiamento ben lontano dalla vera disperazione dei bear market profondi e suona di più come la voglia di fare scorribande in un mercato tramortito e fragile di nervi.

Che fare allora, comprare? Dopotutto, tra quanti si dicono certi di ulteriori ribassi c'è anche chi ammette soavemente, come fa Laurence Fink di BlackRock, che ci sono già oggi bellissime occasioni di acquisto. A noi però questo sembra più un mercato da hold che da buy. Per tre ragioni.

La prima è che i policy maker non vedono male un 2016 di moderato ritracciamento. Quello che non vogliono è che il ritracciamento sia tale da creare effetti negativi sull'economia. È per questo che, nel momento in cui i mercati hanno iniziato a esagerare con il pessimismo, abbiamo visto un addolcimento delle posizioni della Fed e una linea più aggressivamente espansiva in Europa, Cina e Giappone. E tuttavia, mentre negli anni scorsi bastava una settimana di ribassi per sentire le prime rassicurazioni, questa volta è occorso un mese.

La seconda è che le politiche monetarie cominciano a sembrare meno efficaci. Come nota (da anni) Richard Koo, i tassi possono scendere, ma servono a poco se a nessuno viene voglia di prendere a prestito denaro e se tutti cercano invece di ripagare i debiti perché sono ancora terrorizzati dal 2008. Aggiungiamo che alle banche si chiede di prestare di più (con la pressione dei tassi negativi) ma anche di meno (con la pressione per ratio patrimoniali sempre più elevate). A questo punto, in un mondo normale, dovrebbero subentrare le politiche fiscali. I governi sono però paralizzati, si concedono solo piccoli sforamenti nella spesa ma non si sentono motivati a fare di più, almeno per il momento.

La terza ragione è che se i mercati dovessero mai regalarsi un recupero, riavvicinandosi ad esempio ai livelli di fine 2015, la Fed ritornerebbe a parlare di rialzo dei tassi e le scorribande verso il basso riprenderebbero. Solo in presenza di un'economia forte potremmo vedere contemporaneamente borse



*L'ingresso del labirinto del film The Maze Runner. 2014.*

alte e Fed che stringe. Sperare è sempre lecito. Ma al momento si vede un'economia globale che va discretamente, ma non così bene.

Sul dollaro rimaniamo strategicamente neutrali. L'indebolimento in corso aiuta la borsa americana, le materie prime, gli emergenti e la Cina. Non aiuta l'Europa nell'immediato, ma potrà aiutarla in marzo quando la Bce dovrà varare una serie di misure ancora più aggressive, volte in particolare a fare ridiscendere l'euro.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**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 (Image Building – 02 89011300 kairos@imagebuilding.it). 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.

