

**CAMPIONI E GREGARI**

14 aprile 2011

Il 2011, una tappa di trasferimento

Nelle grandi competizioni ciclistiche come il Giro d'Italia, la Vuelta de Espana o il Tour de France ci sono sempre molte tappe emozionanti. Ci sono le scalate impossibili sulle Alpi o sui Pirenei, i percorsi rischiosi sul pavé, i nevrotici circuiti a cronometro. Tra l'una e l'altra di queste sfide spossanti e un tempo epiche i disegnatori di queste grandi competizioni inseriscono ogni tanto tappe riposanti in mezzo alla pianura. Le chiamano tappe di trasferimento. Sono percorsi lunghi ma facili e sono resi ancora più tranquilli dalla tregua di fatto che per l'occasione si stabilisce tra i campioni rivali, che lasciano volentieri la ribalta ai gregari in cerca del meritato quarto d'ora di gloria.



Gara ciclistica di 10 miglia a Londra. 1892.

A gennaio, quando è iniziato, il 2011 si è presentato immediatamente come una lunga tappa di trasferimento, come quelle che si snodano nei lunghi rettilinei alberati e ombrosi lungo il Po o la Loira. Ben diverse erano state le tappe del 2008 e 2009, drammatiche nelle loro discese sfrenate e nelle risalite ripide, mentre in cielo volteggiavano i corvi del double dip. Anche il 2010, del resto, era stato un anno di grandi paure con le sue due crisi europee.

Il 2012 e il 2013, dal canto loro, saranno nuovamente anni impegnativi (anche se augurabilmente non drammatici). L'invecchiamento fisiologico del ciclo, le prime rughe dell'inflazione e dei tassi in rialzo, la maggiore probabilità di errori di policy, il deterioramento della posizione fiscale degli

Stati Uniti saranno come minimo causa di correzioni forse brevi ma significative. I livelli dell'azionario, dal canto loro, saranno più elevati (anche per la prevedibile ulteriore espansione dei multipli) e anche questo aumenterà il rischio nei portafogli.

Siamo a metà aprile e possiamo confermare che il 2011, strutturalmente, continua a essere una tappa di pianura. Ha provato a piovere, a tratti ha grandinato, ci sono state molte cadute e a un certo punto si è diffusa un'atmosfera di paura. Egitto, Bahrain, Libia, Portogallo, Giappone,



Il pistard francese Louis Tousselier, vincitore del Tour de France del 1905.

petrolio in accelerazione, emergenti surriscaldati, America di nuovo litigiosa sul che fare per il deficit. Il percorso rettilineo e pianeggiante, un dato strutturale, ha però fatto il miracolo di tenere unito il gruppo, che si è sfrangiato solo ai margini. Le cadute sono state isolate e i danni circoscritti.

Il 2011 è pianeggiante perché è a distanza di sicurezza dalla crisi del 2008-2009 ed è ancora lontano dalle colline della prima metà del 2012. L'equilibrio tra crescita piuttosto buona e inflazione ancora bassa è ottimale. La ripresa, dice il Fondo Monetario, ha vari punti di debolezza ma non è disprezzabile quantitativamente.

I punti di debolezza sono il petrolio, la fragilità fiscale dei paesi sviluppati e il surriscaldamento degli emergenti. Sono debolezze vere, ma nel 2011, a meno di shock esogeni di vasta portata, resteranno a livello subclinico. Ci sarà la malattia, ma resterà asintomatica.

Partiamo dal petrolio. C'era una volta il complesso militare-industriale, l'intreccio corporativo e autoritario della Guerra Fredda che frenava la crescita con la sua mole burocratica e dirigista. Dalla metà del decennio scorso si è andato formando una sorta di complesso agrario-energetico in cui si sono saldati oggettivamente gli interessi dei petrolieri e di quelli di una parte degli agricoltori dei paesi sviluppati. Il potere politico, alla ricerca di consensi nel Midwest e di una patente ambientalista ha incentivato (inizialmente in buona fede) la fungibilità perfetta tra petrolio e cereali.

Il mais usato per l'energia non preoccupa i petrolieri, per i quali rappresenta il concorrente meno pericoloso. In compenso la saldatura ormai perfetta dei corsi dei cereali e del petrolio (che una volta non erano correlati)

fa sì che ogni ripresa ciclica sia ormai accompagnata quasi immediatamente da un'accelerazione dell'inflazione food-and-energy. In pratica l'uso energetico dei cereali aumenta la volatilità del ciclo e ne accresce l'instabilità.

I policymaker, dopo la crisi, hanno introdotto il concetto di macroprudenzialità (il macro che scende nel micro) e hanno reso molto più stringente la vigilanza sulle banche. Si sono però dimenticati di mettere mano in modo più deciso alla ricerca di fonti di energia non fossile e, possibilmente, non agricola.

Per quanto riguarda il 2011, tuttavia, è possibile che il problema rimanga nelle proporzioni attuali, tutto sommato accettabili.

Dal canto suo, la fragilità fiscale dei paesi sviluppati, in particolare degli Stati Uniti, obbligherà prima o poi ad adottare misure restrittive per l'economia, che siano aumenti di tasse o tagli della spesa pubblica. L'impressione è però che il 2011 se ne andrà, in America, in grandi proclami e piccoli tagli marginali di spesa. Il 2012 verrà speso nella campagna elettorale per le presidenziali e solo nel 2013, forse, si combinerà qualcosa di serio. Il mercato, dal canto suo, continuerà ad accettare questa situazione per quest'anno, ma dall'anno prossimo in avanti la preoccupazione prenderà a salire. Il rischio di una crisi di fiducia sul debito americano resterà relativamente basso finché ci sarà espansione, ma diventerà serio nel momento in cui, di nuovo, si dovesse profilare una recessione o anche solo un rallentamento della crescita. L'unico aspetto incoraggiante, in questo quadro, è che sono pronti nei cassetti numerosi programmi di risanamento ragionevoli e bipartisan. Quando l'acqua arriverà alla gola li si tirerà fuori.



Louis Tousselier al Tour de France.

La terza fragilità dell'espansione in corso è il surriscaldamento di molti paesi emergenti. Nel 2011, tuttavia, il rialzo della temperatura sarà gestito con azioni di contrasto non violente, tali cioè da rallentare la crescita, non da arrestarla.

Con queste premesse il 2011 continuerà ad essere, esogene permettendo, un anno relativamente tranquillo per gli investitori, ma proprio per questo richiederà impegno e attenzione particolari in chi vorrà battere gli indici e i benchmark.

Negli anni tranquilli è facile cadere in due tentazioni di segno opposto, quella di distrarsi e quella di strafare.

Distrarsi è un lusso che si può concedere l'investitore finale, che tipicamente ha molto altro da fare nella vita. La distrazione è però concessa solo a chi ha settato il pilota automatico su parametri corretti, sovrappesando l'azionario (e, al suo interno, i titoli ciclici) e sottopesando i bond e il dollaro.

Strafare significa correre dietro a tutti i costi alle onde artificiali che si creano proprio quando il lago è calmo e qualcun altro cerca comunque di battere gli indici muovendo le acque. Il rialzo delle materie prime è in questo momento la più importante di queste onde.

Intendiamoci. Nella prima parte di una ripresa è assolutamente fisiologico che le materie prime salgano. Da un lato crescono la domanda finale e quella per la ricostituzione delle scorte, dall'altro c'è un vuoto nell'offerta causato dall'assenza di investimenti in nuove miniere o nuovi pozzi durante gli anni di crisi. A un certo punto del ciclo, tuttavia, è altrettanto fisiologico che i prezzi si stabilizzino o addirittura flettano.

Quest'anno, alla ricerca di spunti, la finanza ha amplificato in modo abnorme le tensioni sulle materie prime. Basti pensare al fatto che le posizioni nette lunghe in derivati sul greggio sono maggiori di quanto non fossero al picco di 145 dollari nel 2008 (quando si diceva che il petrolio sarebbe arrivato a 250 e invece finì a 35).



Il Tour de France sotto la Tour Eiffel. 2006.

Sulla questione si fanno in effetti due ragionamenti semplicistici di segno opposto. I rialzisti a oltranza pensano al legame automatico tra crescita e rialzo dei prezzi e fanno notare che il Pil cinese salirà anche quest'anno del 7-8 per cento. I ribassisti, per contro, sostengono che la decelerazione cinese dovrà alla fine provocare una discesa dei corsi.

In realtà, di per sé, la crescita cinese comporterà comunque un aumento assoluto della domanda. In assoluto, infatti, un aumento del 7 per cento che insiste su un Pil nel frattempo cresciuto equivale al 10 di quattro anni prima. Se il Pil cinese nel 2007 era di 70 e cresceva del 10 per cento, il prodotto in più era 7. Se oggi il Pil è 100 e cresce del 7, il nuovo prodotto è di nuovo 7.

La differenza, semmai, è nel diverso utilizzo di materie prime nel 70 del 2007 e nel 100 di oggi. Ci sono stati aumenti di efficienza e ce ne saranno

ancora di più in futuro. La nuova crescita, inoltre, sarà sempre più orientata sui servizi e sempre meno sul manifatturiero.

Il risultato netto è che, strutturalmente, il quadro per le materie prime è ancora positivo, ma non così positivo come nel 2010. Bene ha fatto Goldman Sachs a richiamare alla calma i mercati del greggio, dei cereali e perfino del rame.

Attenzione, quindi. Il surfing delle onde speculative è divertente quando l'onda si sta formando, ma se si entra quando è già alta si finisce in acqua. In ogni caso, quando si vogliono cavalcare questi movimenti, è meglio comprare titoli petroliferi e minerari piuttosto che derivati di materie prime o ETC. I titoli non sono ancora cari e se anche li si acquista nel momento più alto di un'onda speculativa permettono di attendere la successiva godendo di dividendi e vendendo qualche ricca call. Derivati ed ETC, per contro, tassano l'attesa con il contango e obbligano a remare in salita.

Operativamente rimaniamo dell'idea che le correzioni azionarie, anche modeste, siano occasioni d'acquisto. Il discorso vale anche per le borse emergenti. Sui cambi la debolezza del dollaro è strutturale, ma la corsa verso 1.45 è stata molto veloce e richiede ora una fase di assestamento.

Gli anni scorsi, dal 2008 al 2010, hanno visto vincenti i visionari, quelli in grado di intuire l'ampiezza della crisi prima e quella della ripresa poi. Il 2011, anno più stabile, è l'anno dei gregari, di coloro cioè che imbastiscono con pazienza un'infinità di piccole operazioni di trading. Il mondo è grande e c'è spazio per tutti.

Alessandro Fugnoli +39 02-777181

Disclaimer

Kairos Partners SGR SpA Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR 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 Kairos Partners SGR 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.

Né Kairos Partners SGR né alcuna 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 ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR 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. Kairos Partners SGR 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 Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.