



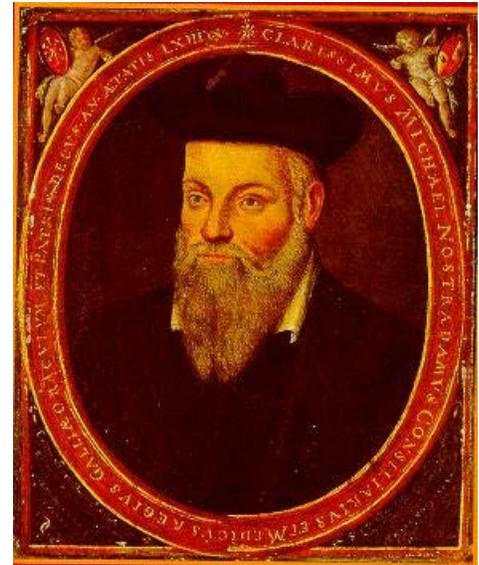
DUEMILADODICI

22 dicembre 2011

Si prevede il noto, poi arriva l'ignoto

A fine 2007 molti erano positivi e quasi nessuno prevede la portata del crollo del 2008. A fine 2008 quasi nessuno prevede le dimensioni del recupero borsistico del 2009. A fine 2009, ancora terrorizzati, molti prevedono un double dip per il 2010 e ben pochi si avventurano a ipotizzare quello che poi effettivamente si verificò, ovvero un secondo anno di ottimo rialzo. A fine 2010, rincuorati da venti mesi positivi, quasi tutti gli strategist abbandonarono la cautela, lanciandosi in previsioni piuttosto aggressive su un roseo 2011. Che roseo non è stato.

C'è una costante in questi errori ed è la natura inerziale delle previsioni. Si ipotizza che la direzione del mercato sarà la stessa di quella che si sta verificando nel momento in cui si produce la previsione. La fine del 2009, con l'idea di un double dip inevitabile dopo nove mesi di rialzo, sembra un'eccezione ma non lo è. Lo shock per il disastro era ancora fortissimo, nel dicembre 2009, e costituiva ancora, a livello emotivo, la nota dominante. Il recupero partito in marzo era ancora visto come



Michel de Nostredame (1503-1566)
ritratto dal figlio.

tecnico ed effimero. Le leggi dell'inerzia, quindi, portarono in quei giorni a proiettare nel futuro nuovi lutti e rovine.



Riproduzione dei tarocchi Visconti-Sforza del 1420.

Lo stesso accade in questo finale d'anno. Il 2011 è stato piatto negli Stati Uniti e la previsione per il 2012 (sia pure con una dispersione maggiore del solito) è in prevalenza, guarda caso, di un mercato molto volatile, ma intorno ai valori attuali. Per l'Europa, che ha avuto un 2011 pessimo, pochi si avventurano a prevedere un 2012 positivo. E' significativo che l'idea di Morgan Stanley di un'Europa azionaria da preferire rispetto all'America stia suscitando un particolare scalpore.

Una variante sofisticata dell'idea di neutralità è quella dell'aut aut, molto diffusa di questi tempi. O l'Europa si avvierà finalmente verso la soluzione dei suoi problemi, e avremo quindi un esito particolarmente fausto per l'economia globale e per le borse, oppure sprofonderà nella crisi terminale e nella dissoluzione. Se si danno (come fanno in molti) 50 probabilità alla prima ipotesi e 50 alla seconda, gli effetti pratici sono quelli della neutralità.

A questo punto può venire a molti la tentazione di ridicolizzare e buttare a mare qualsiasi tentativo di fare una previsione. Molti, del resto, teorizzano il fatto di non fare ipotesi sul futuro (*Hypotheses non fingo*, diceva Newton) e di agire solo di rimessa, opportunisticamente, quando si presenta un'occasione. Quello che costoro non colgono è l'impossibilità metafisica di non fare ipotesi. Anche il value investor, nel momento in cui compra o vende, ha implicitamente una certa idea del futuro. Chi compra un'azione, per quanto sottovalutata, deve per forza pensare che le cose miglioreranno o rimarranno almeno stabili. Quanto a quelli che preferiscono comunque stare fuori dal mercato, la loro assunzione, implicita ma evidente, è che il mercato andrà male.

In realtà le previsioni sono un onesto esercizio di sistemazione delle proprie credenze e conoscenze in un momento dato. Non ha senso

ridicolizzarle e non ha senso prenderle come oro colato. Conoscere le previsioni prevalenti è poi molto utile per stimare il posizionamento del mercato e giocare eventualmente da contrarian.

Una trappola in cui è bene cercare di non cadere è quella dei disastri annunciati. Un'altra è quella già accennata degli aut aut.

Il disastro annunciato il più delle volte non si verifica. Tutti gli anni ci si dice e ci si ripete che la tale società o il tale paese hanno in scadenza, in un breve arco di tempo, montagne immense di bond da rinnovare. Ci si dà molta pena per questi soggetti e si ipotizzano per loro calamità di ogni genere. Si trascura il fatto che questi soggetti sono a conoscenza del problema e che l'istinto di sopravvivenza li guida a organizzarsi in tempo utile per evitare i guai.

Montagne di bond bancari europei e di titoli governativi italiani sono in scadenza tra febbraio e marzo. Da mesi, quindi, sentiamo parlare in ogni luogo e in ogni momento delle terribili prove cui stanno andando incontro le banche e l'Italia. Queste voci sono fortunatamente giunte all'orecchio dei tesorieri delle banche, del ministro del Tesoro italiano e perfino della Bce. I rifinanziamenti a tre anni, che hanno esordito con successo, spianano la strada alla seconda tranche che verrà offerta alle banche, non a caso, in febbraio. Quanto agli acquisti di Btp, la Bce va piano per tenersi pronta in febbraio e marzo, se ce ne sarà bisogno.

La storia del 2011 conferma che i guai veri, per l'economia e per i mercati, arrivano senza farsi annunciare. La primavera araba (festeggiata dalla borsa del Cairo con una perdita del 48 per cento) e il disastro di Fukushima sono sopraggiunti perfettamente inattesi, hanno fatto salire il prezzo del petrolio e provocato il rallentamento della produzione industriale nell'estate. Anche la notevole insipienza con cui i governanti europei hanno gestito (e per certi aspetti creato) la crisi del debito sovrano era difficile da prevedere. Per il resto, strano ma vero, il 2011 è stato sostanzialmente in linea con le previsioni.



Almanacco rivoluzionario del 1791.

Da questo si traggono due insegnamenti. Il primo è che i mercati reagiscono in modo sproporzionato alle vere sorprese. Il secondo è che, superato lo shock, tendono a tornare a scontare il quadro iniziale. Anche da qui si ha conferma dell'utilità del conoscere le previsioni.

La seconda trappola, dicevamo, è quella della scelta binaria, dell'aut aut, resurrezione o disastro. Anche qui non abbiamo mai visto realizzarsi le attese, né in un senso né nell'altro. La soluzione classica, da parte dei politici, è il rinvio del problema, il rattoppo, il tirare avanti in qualche modo. Come ha scritto Barry Eichengreen, l'Europa procederà in questo modo anche nel 2012, senza collassi e senza rinascite. Martin Feldstein, che non è certo un ammiratore dell'euro, dice che la svalutazione e la Bce basteranno a tenerlo in vita. Il vero problema strutturale di tutta l'Europa mediterranea, la competitività (e non il debito), forse verrà affrontato e forse no, ma anche in

caso negativo, pur continuando a corrodere le fondamenta di Eurolandia, non farà crollare la costruzione ancora per qualche tempo.

Tutti gli occhi puntati sull'Europa aumentano la probabilità che le sorprese vengano dall'America o dalla Cina, che andranno tenute d'occhio con attenzione. Per gli Stati Uniti, saranno da sorvegliare i margini delle società (la crescita del numero di occupati potrebbe a un certo punto eroderli) e la scena politica, molto fangosa e destinata a degradarsi ulteriormente con l'avvicinarsi delle elezioni.

Sorprese positive potrebbero continuare ad arrivare dai consumi. L'aumento dell'occupazione, lento ma costante, e la maggiore sensazione di sicurezza rispetto al posto di lavoro (per chi ce l'ha) stanno producendo a livello globale una maggiore propensione a



Particolare del Calendario di Lungo Computo Maya, che termina nel 2012.

spendere.

Non si comprano più case in America e se ne comprano di meno in Cina. Avanzano quindi i soldi per comprare l'automobile. Nelle aree in cui non si compra più nemmeno l'automobile (come in Europa) avanzano soldi, anche

in un contesto reale e psicologico recessivo, per qualche piccolo consumo in più.

Le previsioni di consenso parlano di una prima metà del 2012 appesantita dalla recessione europea e di una seconda metà positiva per tutti. Si ripete uno schema classico di ogni fine anno. Quando guardiamo al futuro siamo tutti impregnati di una filosofia della storia a sfondo messianico, lo stato edenico di inizio anno, la fase del travaglio di metà percorso e il ristoro finale. Speriamo che sia così, vorrà dire che la crisi mediterranea (e italiana in particolare) sarà di durata relativamente breve.

Queste previsioni tendono ad autorealizzarsi. Gennaio sarà abbastanza tranquillo, grazie al flusso di dati trimestrali e mensili relativi alla fine del 2011. Poi i mercati si predisporranno al rallentamento americano e alla recessione europea. Superate le aste italiane di febbraio-marzo e arrivati all'estate, se la crisi sarà circoscritta all'Italia e non sarà troppo profonda, i mercati si prepareranno a una ripresa con il probabile aiuto del Qe3 da parte della Fed.

In base a questo schema i mercati azionari saranno impreparati alle sorprese positive nella prima parte dell'anno e a quelle negative nella seconda. Di conseguenza sarà bene non essere mai troppo scarichi nel primo semestre e non essere mai privi di liquidità nel secondo. Ricordiamo che il 2012 potrebbe chiudersi con uno scontro drammatico in caso di rielezione di Obama e di Congresso repubblicano. A fine anno scadranno i tagli fiscali di Bush e, contemporaneamente, si dovrà nuovamente alzare il limite all'indebitamento, pena il default. L'unico aspetto positivo della vicenda è che si tratta di un disastro annunciato. Speriamo in bene e ricordiamo sempre che non esiste solo l'Europa.

Buon Natale e buon anno a 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 nè nei confronti di persone residenti in Italia nè 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.