



KAIROS

Il Rosso e il Nero
Settimanale di strategia

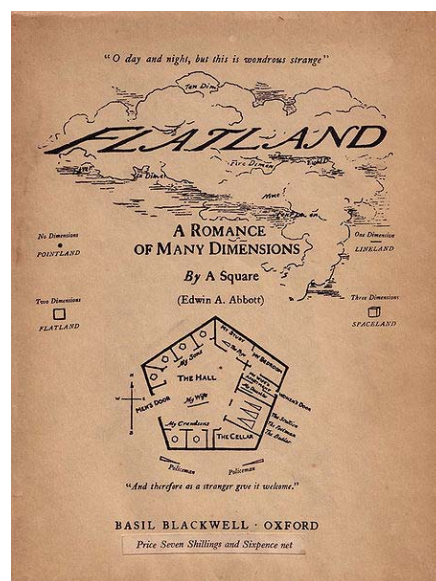
FLATLANDIA E SPACELANDIA

19 agosto 2010

Bond e azioni si scambiano di universo

Charles Stross è un giovane scrittore inglese di fantascienza. E' rigoroso, brillante e ha una tecnica di scrittura elegante e sorprendente. Stross sta dando nuova vita a un genere letterario in crisi d'identità.

In un suo affascinante e inquietante racconto del 2007, *Missile Gap*, la crisi di Cuba del 1962 sembra avere un esito diverso da quello che ci è familiare. Una qualche intelligenza superiore blocca il tempo nel momento in cui i missili americani e sovietici stanno partendo per distruggere il mondo, sbuccia il nostro pianeta come si fa con un'arancia e dispone la buccia su un gigantesco disco in un'altra galassia. In questo nuovo e strano universo la vita scorre più o meno come prima e Stati Uniti e Unione Sovietica continuano a farsi guerra. La particolare struttura gravitazionale del disco alza però drammaticamente la velocità di fuga dalla superficie. In pratica i missili, con le loro testate nucleari, possono alzarsi in volo di poche decine di metri e poi ricadono al suolo, per cui russi e americani non riescono più a distruggersi a



Una delle prime edizioni di Flatland, un romanzo a molte dimensioni.

vicenda (questa è solo la prima pagina del racconto, non abbiamo rovinato niente a chi volesse leggerlo, gratis, in rete).

Stross prende spunto dalla classica Flatlandia di Abbott ma va oltre. In Flatlandia, satira geometrico-politica della società vittoriana, gli esseri a una o due dimensioni e la sfera che arriva a turbare il loro ordine costituito rimangono irrimediabilmente incompatibili. Nel nuovo mondo di Stross ci si può invece elevare in altezza, ma di poco. Gli aerei sono delle specie di idrovolanti o di aeroscafi, mentre i missili, come abbiamo visto, ricadono subito.



Edwin Abbott (1838 – 1926).
Insegnante e teologo, pubblicò Flatland nel 1884.

Nella nostra stuttura psicologica, frutto dell'evoluzione, siamo portati a collocare i bond in Flatlandia e l'azionario in Spacelandia. Il bond può contorcersi quanto vuole, come una linea che si aggroviglia su se stessa, ma alla fine, qualunque sforzo faccia, arriverà a destinazione a 100 come da programma. Le azioni vivono invece in tre dimensioni, volteggiano liberamente e non hanno un punto d'arrivo

prefissato. Possono schiantarsi al suolo, librarsi in cielo o praticare una sorta di moto perpetuo regolare o caotico.

Da qualche tempo, più o meno dall'inizio dell'anno, il nostro mondo finanziario è stato sbucciato e trasferito nelle Nubi di Magellano che orbitano intorno alla Via Lattea. I bond dimorano ora in Spacelandia. Si sono liberati della forza di gravità e viaggiano verso l'infinito. Il Long Bond sale tutti i giorni, con notizie di debolezza dell'economia ma anche con notizie di forza. Salgono i corporate tutti e sale leggera l'Europa che faceva orrore tre mesi fa.

L'azionario vive invece in una Flatlandia modificata come quella descritta da Stross. Tutti i rally lanciati da Cape Canaveral o dal cosmodromo di Baikonur partono accendendo i cuori di speranze, fanno un centinaio di punti di SP 500 (negli ultimi tempi anche meno) e poi si schiantano invariabilmente al suolo. A poco a poco ci stiamo tutti rassegnando a rinunciare ai missili, se non per finalità ludiche di trading, e ad adottare per le lunghe percorrenze hovercraft e macchine a volo radente, ovvero orizzonti di bassi rendimenti per i portafogli azionari.

Questi bond dalle nove vite e questo azionario mesto creano spaesamento. Il mondo assomiglia superficialmente a quello che conoscevamo (i bond continueranno a finire i loro giorni a 100), ma nella realtà pratica appare profondamente diverso. Chi ha i bond è ogni giorno più ricco, chi ha azioni mangia la polvere.

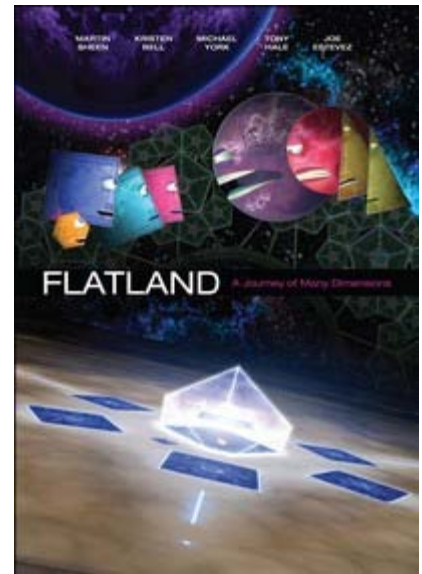
Bisogna però stare attenti a distinguere. Un conto sono i riposizionamenti una tantum, sia pure strutturali, un altro il pensare che i bond saliranno sempre e le azioni staranno sempre ferme.

Il primo riposizionamento strutturale è quello della crescita in Europa, Stati Uniti e Giappone. Questa crescita sarà più bassa che in passato per almeno un paio d'anni. Volando basso, il timore di ricadere al suolo in un double dip sarà costante. E' giusto quindi che il premio per il rischio tassi si abbassi strutturalmente e che invece il premio per il rischio azionario si alzi strutturalmente con una compressione dei multipli.

A che punto siamo di questo riposizionamento strutturale? El Erian sostiene che c'è ancora della strada da fare (i rendimenti reali e nominali possono ancora scendere e possono ancora comprimersi i multipli azionari). E' probabile, ma va ricordato che molto è stato già fatto e che siamo a buon punto. Per due ragioni.

La prima è congiunturale. Siamo entrati nella fase finale del ciclo di ricostituzione delle scorte. In Cina è già terminato da tempo, in America vedremo gli ultimi bagliori spegnersi in autunno e anche in Europa abbiamo sicuramente visto il meglio nel secondo trimestre. Di qui a fine anno la crescita globale sarà piuttosto anemica.

Dall'inizio del 2011, tuttavia, e forse anche prima, vedremo però una riaccelerazione cinese su tutti i fronti. La Cina, va ricordato, non soffre di un rallentamento patologico, ma è per così dire ferma per manutenzione. Le riparazioni sono su due fronti. Il primo, più noto, è il decongestionamento dei prezzi delle case a Pechino e Shanghai. Il secondo, meno noto ma altrettanto importante, è il recupero di efficienza energetica nell'industria. La Cina prende ancora sul serio i suoi piani quinquennali, ma dopo l'inizio della recessione globale ha trascurato questo compito, che è un punto qualificante



Flatland The Movie (2007). Film d'animazione realizzato da D. Johnson.

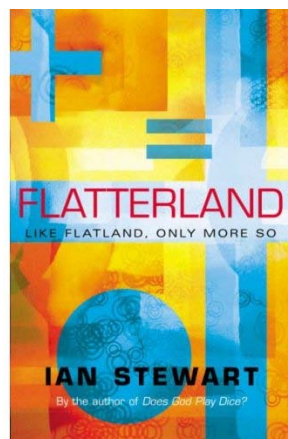
del piano, e ora intende recuperare. In pratica, molti impianti industriali poco efficienti e molte miniere, per quanto grandi, sono in fase di ristrutturazione, pena la chiusura d'ufficio.

Nei prossimi mesi vedremo in Cina, in rapida successione, l'adozione di una politica monetaria più espansiva, il lancio in grande stile dell'edilizia popolare, la ricostituzione delle scorte in molti settori, la ripresa dell'attività nei comparti industriali in ristrutturazione e, probabilmente, una ripartenza della borsa.

Quanto all'America, come dice John Silvia di Wells Fargo, non ci sarà un particolare motore della crescita ma si crescerà lo stesso, "prendendo un po' qua e un po' là". I consumi daranno un piccolo contributo, la spesa pubblica (pur in assenza di pacchetti spettacolari) ne darà un altro con qualche misura che si escogiterà, gli investimenti continueranno a fare la loro parte e le esportazioni nette, peggiorate parecchio di recente perché si è importato molto per ricostituire le scorte, faranno meno da freno. Niente di spettacolare, insomma, ma quel tanto che sarà sufficiente ad andare avanti.

La seconda ragione di speranza è che il tirare avanti in qualche modo sarà sufficiente ad evitare (con un poco di fortuna) il double dip, ma non sarà abbastanza per la Fed e tanto meno per Congresso e Amministrazione.

La Fed non può accettare passivamente una crescita bassa per due ragioni. La prima è che non si può contare solo sulla fortuna per evitare



Flatterland (2001), il sequel di Flatland ambientato in uno spazio non euclideo. L'autore è Ian Stewart.

shock esogeni e double dip e bisogna dunque assicurarsi dall'evenienza premendo sull'acceleratore. La seconda è che per legge la Fed deve occuparsi con pari impegno della stabilità dei prezzi e del pieno impiego. Con una disoccupazione inchiodata tra il 9 e il 10 per cento la Fed non può permettersi di stare a guardare, pena un veloce esautoramento da parte del Congresso. Chi dice che i problemi dell'America sono strutturali e richiedono quindi soluzioni strutturali e non monetarie ha ragione, ma nell'attesa dei tempi

lenti della politica la Fed eserciterà una funzione di supplenza.

Volente o nolente, divisa o unita, la Fed si darà da fare. La decisione del 10 agosto di rinunciare all'exit strategy strisciante e passiva per adottare

invece un targeting della base monetaria (tenendola al momento stabile) è solo il primo passo. I bond l'hanno capito subito, la borsa ha fatto i capricci, ha preteso di essere spaventata per avere ottenuto esattamente quello che voleva, ma ora sta cominciando a capire.

Una Fed di professori universitari ha bisogno di un momento di raccoglimento e di consensus building per trovare la legittimazione accademica per una scelta politica, quella di una nuova fase di quantitative easing. Questo momento sarà a fine mese a Jackson Hole, tra i monti e i laghi del Wyoming, in occasione del consueto appuntamento annuale di riflessione. Non aspettiamoci decisioni operative già l'indomani, ma prepariamoci a vedere tracciate le linee d'azione per una guerra preventiva al double dip. Sull'involucro verrà scritto Contingency Plan, un piano da adottare solo nel caso le cose volgano al peggio, ma l'etichetta sarà una foglia di fico sotto la quale si potrà lavorare con ampia discrezionalità e prendere a pretesto anche un modesto rallentamento del ciclo per partire all'attacco.

Se così sarà, i mercati reagiranno bene. Non solo i bond, questa volta, ma anche le borse. I dati macro nei prossimi mesi saranno quello che saranno, ma l'avviarsi da parte della Fed verso un nuovo paradigma di politica monetaria disporrà una potente rete di protezione sotto tutti gli asset finanziari, arrestando l'aumento del premio per il rischio incorporato nei valori azionari.

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.