



KAIROS

Il Rosso e il Nero
Settimanale di strategia

APPUNTI

3 giugno 2010

Ricordarsi che il mondo non sta mai fermo

Utili. L'anno prossimo, secondo molte stime, gli utili operativi dell'SP 500 eguaglieranno (e per qualcuno supereranno) il massimo storico del 2007. Forse c'è un eccesso di ottimismo in queste proiezioni. Si sottovaluta l'impatto fiscale crescente e si sopravvaluta la portata del rialzo delle materie prime, il cui prezzo ha molta importanza su un grande numero di titoli ciclici. L'idea di fondo comunque rimane, il decoupling degli utili dai problemi strutturali del mondo è un dato di fatto.



La skyline di Shanghai ricreata con chip di poker. Installazione di Liu Jianhua.

Differenze. Gli stessi utili venivano prezzati 1550 nel 2007 e sono prezzati 1100 oggi. Sono forse saliti i tassi? No di certo, dal 5 di allora siamo scesi a zero. Si tratta allora di una sottovalutazione temporanea? No, nemmeno questo è vero. A fine 2007 le stime per l'SP per fine 2008 erano comprese tra 1500 e 1800 (si finì in realtà a 900). Le stime per il 2011, per quei pochi che hanno il coraggio di farle, non vanno oltre 1300, massimo 1350. Restano sempre 500 punti di scarto. Perché?

Passato. Negli anni Novanta e nei Duemila fino al 2008 i problemi strutturali esistevano già, ma erano perfettamente asintomatici. Si parlava anche allora di squilibri insostenibili (troppo debito privato, troppo risparmio cinese e troppo consumo in America), ma le crisi del 1987, del 1997-

1998 e del 2001 non derivarono direttamente da questioni strutturali (se non localmente, in Thailandia, Indonesia e Corea per qualche mese tra il 1997 e l'anno successivo). I mercati (e alla fine anche i policy maker) avevano quindi imparato a rimuovere questi aspetti, come chi ha sentito troppe volte gridare al lupo e alla fine non ci crede più. Un ambiente privo di freni inibitori, dunque, terreno di coltura ideale per le bolle.

Futuro. Pochi pensano sul serio che un giorno avranno un infarto prima di averlo, anche se i loro parametri sono allarmanti. Dopo l'infarto, l'idea che



Concept building per Chongqing ispirato al paesaggio montagnoso che circonda la megalopoli. MAD Architect.

potrà ricapitare (e magari essere fatale) resta fissa in testa anche se si sta a dieta, si fanno le lunghe passeggiate consigliate dal medico e si correggono gradualmente i parametri. C'è una perfetta simmetria. Prima si peggiora continuando a non preoccuparsi, dopo ci si continua a preoccupare anche se si migliora.

Ronde. I bond vigilantes degli anni Ottanta erano ferocemente attenti all'inflazione. La generazione attuale è ferocemente attenta al merito di credito. Il risultato è lo stesso, nessuna tregua per i governi individuati volta a volta come carenti o colpevoli. Allora ci vollero 15 anni per debellare l'inflazione, ora occorrerà altrettanto, se non di più, per il debito pubblico. I credit vigilantes lo sanno, ma non faranno sconti sui disavanzi, da portare sotto il tre per cento in tre-quattro anni al massimo.

Sottovalutazione. Probabilmente a Summers non dispiacerebbe avere borse leggermente sopra le righe, il che è comunque positivo perché dimostra sensibilità verso i mercati. Strutturalmente, tuttavia, i rischi di crisi fiscali e bancarie indurranno le borse a rimanere cronicamente sottovalutate, per lo meno rispetto a quello cui ci eravamo abituati nei due decenni passati.

Cina. Stiamo diventando sempre più dipendenti dalla crescita cinese e questo è già un problema in sé. Le questioni strutturali cinesi sono quindi a pieno titolo anche questioni nostre. La dirigenza politica, in questi anni, ha tirato molto la corda rispetto alle disuguaglianze sociali, al prezzo delle case che a Shanghai e Pechino è diventato inaccessibile e agli 8200 veicoli d'investimento immobiliare che gli enti locali hanno creato per vendere loro terra ed edificabilità, in un connubio (per non dire coincidenza fisica), tra politici e imprenditori, che fa sembrare oratoriali conflitti vissuti come scandalosi alle nostre latitudini.

Victor Shih. Non ci sono statistiche ufficiali sugli 8200 veicoli. Il mondo intero si sta servendo di un calcolo fatto da un assistente della Northwestern University, un politologo sino-americano di nome Victor Shih che sul suo (molto interessante) blog ha stimato in 11 trilioni di renminbi, il 30 per cento del Pil, il debito totale di queste opache entità. Dalla Cina sono arrivate mezze smentite e dichiarazioni ufficiose che il problema c'è ma è sotto controllo. Pochissime cifre, però, e tutte vecchie.

Subprime. Qualcosa nell'aria fa pensare che la questione ha raggiunto il punto di ebollizione. Un membro del comitato monetario della banca centrale dichiara al Financial Times che il problema immobiliare è molto, molto più fondamentale e più grande di quello che ha portato alla crisi finanziaria in America e in Inghilterra. Si unisca questo allo sciopero negli stabilimenti Honda del Guangdong.

Allarme rosso. Noi in Occidente vediamo questi problemi da un punto di vista economico e finanziario. Nel quartiere murato dove vive la dirigenza cinese queste cose sono viste come un serio, molto serio problema politico. Tienanmen insegna che nel Dna del partito comunista cinese ci può essere uno stupefacente pragmatismo sulle libertà economiche ma quando si tratta di mantenimento del controllo politico e sociale si sfiora la paranoia.

Priorità assoluta. Dopo la crisi dell'euro si è pensato che la Cina avrebbe allentato la morsa sul settore immobiliare, volano insostituibile per la crescita. Una lettura economicista, probabilmente. La dirigenza del partito si è resa invece conto del fatto che il modello seguito finora è viziato e porta a un aumento troppo veloce dei prezzi delle case. La scelta di abbattere le quotazioni immobiliari di almeno un terzo a Pechino e Shanghai e di un 10-20 per cento nel resto del paese è molto lacerante perché danneggia componenti importanti del partito, ma è stata presa e non si tornerà indietro.

Banche. Non sarà certamente sfuggito al gruppo dirigente che una caduta veloce dei prezzi avrà ripercussioni sulle banche che hanno fatto credito ai veicoli. Nelle settimane passate, del resto, le banche sono state invitate a



Concept building per Chongqing.

sostenere uno stress test basato su questi numeri. Grazie agli aumenti di capitale che sono state energicamente invitate a fare in primavera (la borsa è stata tenuta su apposta) si stima che l'urto possa essere retto. Nel caso si ricorrerà al vecchio metodo e si attingerà alle immense riserve valutarie, pari alla metà del Pil, per ricapitalizzare ulteriormente le banche.

Materie prime. La determinazione ad andare avanti nella politica del ridimensionamento dei prezzi delle case è stata letta come una notizia molto negativa sui mercati delle commodities. Al programma compensativo di sviluppo di edilizia pubblica popolare è stato dato poco credito perché in passato annunci analoghi non hanno avuto molto seguito. Se è però corretta la lettura politica della questione, questa volta si farà sul serio. Non si possono tenere troppo a lungo nei dormitori pubblici centinaia di migliaia di persone in ogni grande città. Naturalmente c'è anche una ragione economica. Un governo che ha fatto della crescita una questione di sopravvivenza deve comunque compensare i disincentivi all'edilizia privata.

Lungo termine. Si sente spesso dire che il governo cinese, dopo avere riempito il paese di dighe, autostrade, ferrovie ad alta velocità e aeroporti potrebbe presto trovarsi a corto di idee per la crescita e con una capacità produttiva in eccesso preoccupante. In realtà le case popolari e gli ospedali saranno la nuova frontiera per i prossimi anni. Un metro quadrato di casa popolare non divora meno cemento, ferro o rame di una casa da edilizia privata. Quanto ai 600 milioni di tonnellate di acciaio che la Cina è in grado di produrre (il mondo intero ne fabbricava 700 nel 1980) ci sarà certo una contenuta compressione dei margini per i produttori ma non bisogna dimenticare la scelta strategica di spingere sull'auto privata. Goldman Sachs parla di una crescita annua a due cifre dell'auto nei prossimi tre anni. Nel 2020, che è dietro l'angolo, la produzione di sole auto leggere raggiungerà un livello che fa sgranare gli occhi, ovvero 30 milioni di unità, tre volte la produzione americana di oggi.



Concept building ideato per Songjiang.
Atkins Architecture Group.

A tutto gas. A proposito di materie prime si parla poco di una rivoluzione silenziosa in pieno corso. Dopo tante false partenze su etanolo, idrogeno, fusione fredda, vento e sole ecco finalmente uno shock da offerta positivo su una scala che diventa ogni giorno più larga. Il gas naturale non convenzionale (triturazione di rocce con perforazione orizzontale) sta cambiando non solo il futuro ma anche il presente dell'America e ha grandi prospettive anche in Cina e perfino in

qualche angolo della nostra Europa, oltre alla solita Australia che ha già tutto. Se Obama può fare la faccia feroce con BP e cacciare dalle acque profonde del Golfo del Messico tutti i produttori, americani inclusi, è perché il gas (e anche il carbone) sono oggi così abbondanti da supplire perfettamente alla minore estrazione di greggio. I mercati, comprensibilmente preoccupati per il problema strutturale del debito pubblico, non hanno ancora metabolizzato pienamente le implicazioni di lungo termine di questo shock positivo. In un mondo disperatamente a caccia di crescita la garanzia di energia abbondante, a buon mercato e geopoliticamente sicura può essere un fattore decisivo.

Marea nera. Macondo è la Chernobyl del petrolio, quanto meno quello estratto in acque profonde, e sta generando in America reazioni molto simili. Come allora il nucleare fu fermato solo in Europa occidentale, così le acque profonde continueranno a essere oggetto d'interesse in Brasile e nel Golfo di Guinea. In questi giorni il petrolio è sceso, trascinando i titoli del settore e deprimendo per questa via le borse, perché i mercati si sono fissati con l'idea del rallentamento ciclico. In realtà, almeno sulle scadenze lontane, l'interdizione dell'estrazione nel Golfo del Messico dovrebbe sostenere le quotazioni del greggio, sia pure marginalmente, e rallentare la discesa dei prezzi di gas e carbone, molto compressi anche da un forte short.

Mercati. Nell'ultimo mese i dati macro sono stati sistematicamente ignorati. La contemplazione del debito pubblico ha ipnotizzato e depresso borse e crediti, impedendo una ripresa a V dei corsi dopo la correzione. Ora si va verso un maggiore equilibrio. Confusi e storditi, molti investitori hanno chiuso le loro posizioni e si sono messi a guardare. La liquidità è scesa e la microvolatilità è salita, con bruschi salti nelle quotazioni da un'ora all'altra e chiusure a Wall Street che rovesciano in dieci minuti l'impostazione delle 24 ore precedenti. Il mercato è prezzato per un rallentamento del ciclo globale già iniziato. In realtà i segni di indebolimento sono modesti e i portafogli scarichi, condizione ideale per un cauto recupero dei corsi.

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.