

CORNICI

23 aprile 2009

Schemi di lettura del rallentamento della crisi

Per un computer un bicchiere mezzo pieno e mezzo vuoto, un bicchiere mezzo pieno e un bicchiere mezzo vuoto sono esattamente la stessa cosa. Per un umano il bicchiere mezzo pieno è il preferito, quello metà e metà è il secondo classificato e quello mezzo vuoto è il peggiore di tutti. Si è soliti dire che i computer non contestualizzano e non colgono il framing, motivo per il quale restano e resteranno per sempre esseri inferiori. I teorici dell'intelligenza artificiale rispondono che non è il caso di illudersi. Le macchine sono perfettamente in grado di contestualizzare, basta avere la pazienza di insegnarglielo, dopodiché si vedrà chi è superiore sul serio.



Cornici per angoli. In vendita in rete .

Consideriamo adesso queste tre frasi

- 1) Il Pil sta scendendo più lentamente
- 2) Il Pil sta scendendo, ma sta scendendo più lentamente
- 3) Il Pil sta scendendo più lentamente, ma sta scendendo

Il computer tradizionale considererà la (2) e la (3) variazioni inutilmente prolisse della (1). Che si accentui il rallentamento o che si accentui il permanere della discesa non cambia assolutamente nulla nella realtà sottostante, che se ne va tranquilla per conto suo senza badare agli artifici retorici con cui la si rappresenta.

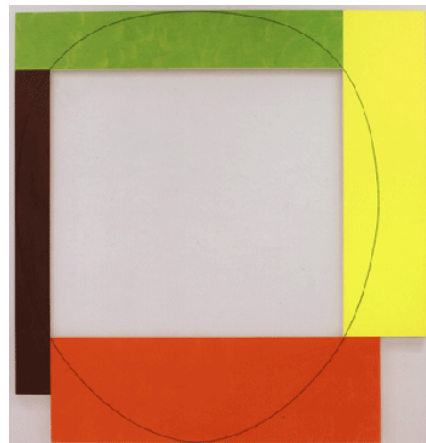
Il realtà gli artifici retorici, e in particolare il framing, contano e come per gli umani. Chiamare l'imposta di successione tassa sulla morte (come fanno i

repubblicani) o chiamarla invece tassa per le pari opportunità di partenza (come fanno i democratici) fa una certa differenza.

Nei prossimi tre mesi i mercati non prenderanno mai in considerazione la (1) e oscilleranno tra l'ottimista (2) e la pessimista (3). L'impressione è però che, almeno per qualche tempo, sarà la (2) a prevalere. Per tre ragioni.

La prima è che, come nota Gerard Minack di Morgan Stanley, veniamo da nove mesi di notizie non solo orribili ma anche regolarmente peggiori delle attese. Vedere ora dati non solo meno drammatici ma anche migliori delle attese non può che produrre uno stato di quasi euforia.

La seconda ragione è il posizionamento del mercato. L'ipercomprato di breve è cosa risibile se paragonato all'enorme ipervenduto che si è venuto formando negli ultimi due anni. L'azionario (e il rischio in generale) è sottorappresentato nei portafogli non solo perché è stato attivamente venduto per sagacia, noia, stanchezza e disperazione ma anche, ove non sia stato venduto, perché si è dimezzato da solo di valore e di peso relativo. La sola ipotesi anche remota di dovere affrontare un bull market (o un bear market rally particolarmente serio) così corti o leggeri non può che indurre i più a rincorrere il rialzo per mettersi quanto meno neutrali. A qualcuno, poi, può perfino venire in mente di provare a mettersi lungo e sovrappesato.



Robert Mangold. Four Color Frame
Painting. 1984. Acrilico su tela.

La terza ragione assomiglia a quella che Aristotele avrebbe definito una causa finale, cioè una causa determinata da un fine. Una parte del mercato, cioè, non compra solo perché prende atto del rallentamento della discesa, ma in vista della riaccelerazione che verrà, quanto meno in America, a partire dall'estate.

Questo toro quindi, come dice J P Morgan, ha gambe. Almeno nel breve, aggiungiamo, dove per breve si può intendere qualche settimana e un 5 (massimo 10) per cento di potenziale rialzo ulteriore.

E' un rally degli sciocchi, come dice Roubini? Finirà in lacrime come i sei bear market rally dell'ultimo anno e mezzo? Che dire dell'accorato "Non comprate azioni" di un gestore equilibrato e intelligente come El Erian, che se ne resta profondamente sottopesato?

Cerchiamo di aiutarci, per orientarci, con una prima scorsa al migliaio di pagine di Outlook globali e regionali che il Fondo Monetario sta pubblicando in questi giorni. A un primo esame c'è ben poco di incoraggiante.

I precedenti storici, per il Fondo, fanno pensare a una crisi particolarmente lunga e a un riavvio particolarmente lento e contrastato. Blanchard, in conferenza stampa, ha giustamente fatto notare che ogni crisi fa storia a sé, ma non c'è dubbio che quando le crisi sono state di origine finanziaria e per di più globali tutto è stato fino a oggi pesante e faticoso (in media due anni di

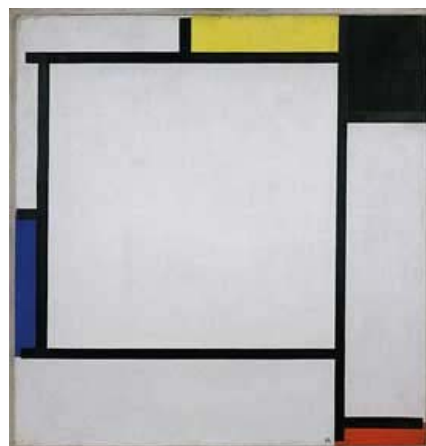
contrazione e altri tre per ritornare al punto di partenza e poiché il Fondo data l'inizio della recessione globale a metà 2008 non saremmo completamente fuori, sempre in base ai precedenti, fino a metà 2013).

Anche guardare le stime di crescita per il 2009 e il 2010 raffredda ogni entusiasmo. A parte la Cina, che è in ripresa da marzo e rimarrà in espansione per tutto quest'anno e per il prossimo, per gli altri paesi la ripresa partirà da un punto più basso dell'attuale per cui il Pil di fine 2010, se abbiamo fatto bene i conti, sarà praticamente lo stesso di oggi (qualche decimale in più per l'America, in meno per l'Europa, Germania in particolare, e ancora meno per il Giappone).

In questo quadro di ripresa debolissima, inoltre, la disoccupazione continuerà a crescere ancora per tutto il 2010 e la qualità dell'attivo delle banche (ma anche delle assicurazioni, come nota con insistenza il Financial Stability Report) non farà che deteriorarsi. Da notare infine che il Fondo dà già per scontato che le politiche fiscali e monetarie rimangano fortemente espansive.

A guardare un po' più in profondità si nota però che è vero che le cifre delle stime sono peggiori rispetto a quelle di gennaio (che erano peggiori rispetto a quelle di ottobre), ma i toni sono meno cupi. Ora si dice che la luce alla fine del

tunnel è finalmente visibile, che il 2011 vedrà finalmente una ripresa più brillante e che il quadro potrà ulteriormente migliorare se le politiche fiscali e monetarie (e la sistemazione dei problemi delle banche) saranno condotte con ancora maggiore determinazione.



Piet Mondrian. Tableau 2. 1922

Per chi investe la prospettiva di una lenta U in cui il ciclo economico volge lentamente verso la stabilità e, più avanti, verso una crescita quasi impercettibile ma in cui in compenso il sistema finanziario continua a essere produttore netto di tossine non è particolarmente facile. Un'ampia volatilità sembra garantita. I tradable rally come quello in corso saranno

invariabilmente vittime del loro stesso successo. Tutte le volte che il posizionamento netto del mercato sarà diventato lungo la vulnerabilità si farà presto evidente. In compenso, e non è poco, le fasi di correzione saranno invariabilmente occasioni d'acquisto.

L'improbabilità crescente di uno scenario di collasso è simmetrica a quella di una ripresa a V e crea le premesse per un ampio trading range in un canale lentamente e moderatamente orientato al rialzo.

La prognosi di questa crisi, a nostro parere, non è infaustamente giapponese ma la guarigione richiede comunque tempi lunghi. Su questi tempi lunghi sarà bene organizzarsi.

Chi non ha inclinazioni per il trading farà bene a distribuire i suoi acquisti per il bull market che verrà in un arco di tempo che va da adesso a fine 2010. Chi sente di potere aggiungere valore attraverso il trading farà bene ad avere in mente oscillazioni ampie.

Durante la lenta (e probabilmente irregolare) ripresa ci saranno due modelli di framing.

1. La ripresa è lenta ma prelude a un'accelerazione ulteriore nel medio termine
2. La ripresa è lenta ed è destinata a una rapida ricaduta non appena saranno cessati gli effetti di stimolo e si faranno evidenti i danni strutturali ai conti pubblici

La prima lettura, ripetiamo, ci sembra più convincente perché il Giappone è lì a insegnare a tutti come non fare le cose. Quanto ai conti pubblici, il problema sarà che questa è l'ultima crisi che ci possiamo permettere (quanto meno senza iperinflazione successiva). Di per sé, però, i conti pubblici non impediranno la prossima espansione.

Durante la lenta e irregolare ripresa che si profila chi sceglie la via del trading farà dunque bene, in base a quello che si è detto, a ricordarsi di tanto in tanto anche di vendere. Nel mondo dei bond governativi, al contrario, lo scenario per i prossimi 6-12 mesi appare di stabilità lungo tutta la curva sotto la stretta sorveglianza delle banche centrali. Qui non ci si può permettersi il lusso di fluttuare tra framing alternativi. La borsa è una cosa seria, ma i bond sono cosa ancora più seria e nessuna particolare volatilità, finché il quadro rimane fragile, è gradita ai policy maker.

Alessandro Fugnoli ++39 02 77426.1

Abaxbank SpA. Corso Monforte 34, Milano.

La presente pubblicazione è stata prodotta da Abaxbank. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Abaxbank affidabili, ma l'accuratezza e la completezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo peraltro la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto nella sua interezza solo citando il nome di Abaxbank. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Abaxbank ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Abaxbank ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Abaxbank può occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.