



SPOSTAMENTI PROGRESSIVI

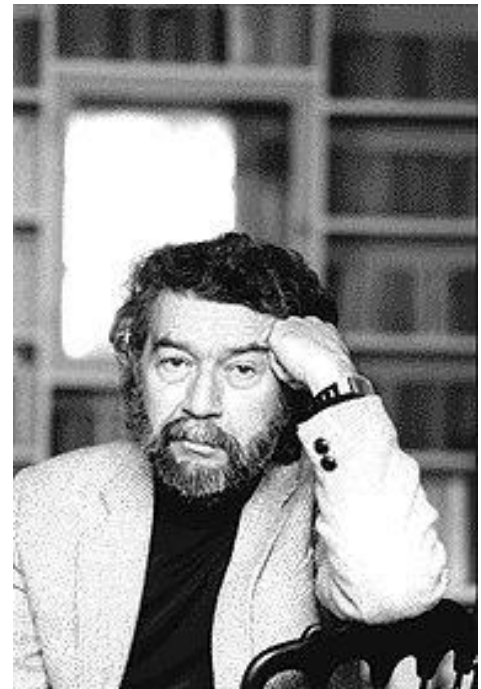
2 maggio 2013

Il ciclo dell'ottimizzazione e quello della ridondanza

Quando si vuole prendere in giro un ingegnere si usa dire che noi viviamo e lui funziona. Noi ci ammaliamo, mentre lui ha un malfunzionamento. Se poi le cose si mettono proprio male, per noi è la fine del mondo, mentre lui viene semplicemente ritirato dalla circolazione.

L'ingegnere, nel luogo comune, vede e vive la realtà senza le lenti deformanti delle emozioni. È un incrocio tra l'homme machine di La Mettrie e il vulcaniano Spock (che essendo per parte di madre terrestre ha le emozioni, ma le controlla).

Togliere o lasciare le emozioni e i giudizi di valore nel linguaggio è una forma di framing, il mettere intorno a una parola o a un concetto una cornice positiva, negativa oppure neutrale. Se compro il debito del mio paese quando rende molto perché nessuno lo vuole, sono un patriota se uso un framing positivo, un risk-taker se uso un framing neutrale e un usuraio speculatore se uso un framing negativo.



Ingegnere, scrittore e cineasta. Alain Robbe-Grillet (1922-2008), autore di *Spostamenti progressivi del piacere*.

Durante i cicli economici e borsistici si assiste regolarmente a spostamenti progressivi del framing. Sono talmente gradualmente che non ce ne accorgiamo nemmeno. Osservarli può dare indicazioni preziose per capire in che fase siamo.

Nella fase finale di un ciclo, quando i mercati sono tipicamente in bolla,



Ingegnere, romanziere e poeta. Carlo Emilio Gadda (1893-1973).

gli spiriti animali di imprenditori e investitori, per usare un'espressione abbastanza neutrale, si dispiegano liberamente. La tendenza a fare acquisizioni a debito sempre più aggressive e ad aumentare il rischio e la leva nei portafogli non viene mai vissuta o presentata come perdita dei freni inibitori o come avidità, ma facendo ricorso al termine ingegneristico di ottimizzazione.

Se penso che un titolo andrà da 100 a 110 perché investirci solo una parte dei miei soldi quando posso metterceli tutti? E perché limitarmi ai soldi che ho, quando potrei ottimizzare il ritorno sull'investimento prendendone a prestito degli altri?

Lo slittamento è generalmente collettivo. Coinvolge mercati, policy maker e organismi di controllo. I primi si scatenano, i secondi allentano regole e restrizioni, i terzi le applicano con minore severità.

Gli analisti finanziari danno il loro contributo a questa fase di ubriacatura collettiva criticando, prima sommessamente e poi in modo via via più perentorio, le società che hanno troppa liquidità e sono gestite con prudenza. Quando la bolla è agli inizi si limitano a chiedere che la liquidità venga spesa in acquisizioni o, in subordine, che venga restituita agli azionisti. Nella fase avanzata della bolla la richiesta diventa quella di assumere debito (il massimo possibile) e minimizzare il capitale (con dividendi speciali o acquisti di azioni proprie) in modo da aumentare il Return on Equity. I manager delle società si adeguano, a volte perché le loro retribuzioni sono legate al Roe, altre volte perché, se non si adeguassero, il consiglio di amministrazione, l'assemblea degli azionisti o un raider esterno li caccerebbero, sempre in nome dell'ottimizzazione.

Si sa come finisce. L'eccesso di ottimizzazione rende fragile il sistema, che implode al primo refole di vento contrario. Il crash è come un secchio d'acqua gelata gettata sulla faccia di qualcuno che ha bevuto troppo. I gestori e i trader riducono la leva più in fretta che possono, i politici varano legislazioni anti-rischio e gli organismi di controllo diventano arcigni e severi.

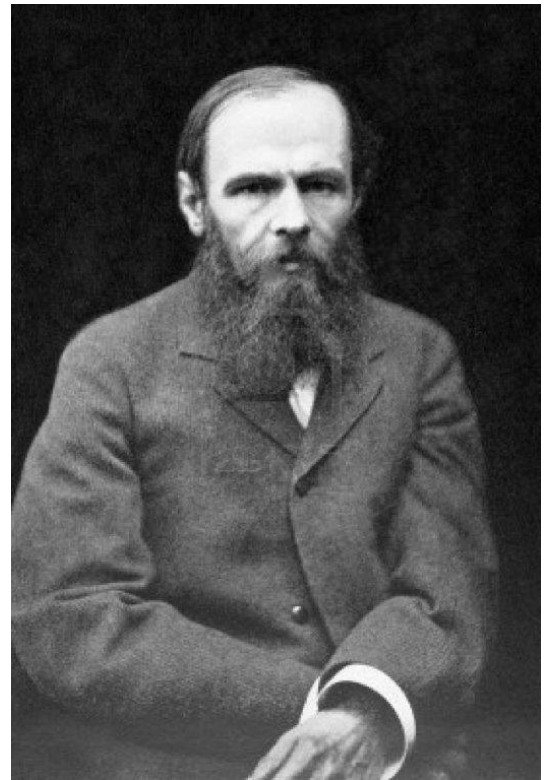
Gli analisti finanziari contribuiscono al clima di autoflagellazione bocciando senza pietà le società che hanno un solo centesimo di debito. Non sazi, esigono imperiosamente riserve di cash mai viste e aumenti di capitale, pur sapendo che il cash non rende niente e che è un peccato rivendere azioni proprie cadute ai minimi quando le si è riacquistate ai massimi poche settimane prima, durante la bolla.

Quella che durante la bolla era vista come razionale ottimizzazione viene ora vissuta, con orrore moralistico, come avidità. Quella che fino a poco prima veniva vista con disprezzo come inefficienza, spreco di capitale, rinuncia a crescere, pigrizia, inettitudine o paura da conigli viene ora abbellita con il concetto ingegneristico di ridondanza. Non basta avere un computer, bisogna averne uno di back-up nel caso salti la corrente e meglio ancora se c'è il back-up del back-up.

Come l'ottimizzazione non ha mai un limite ex ante, così la ridondanza può diventare illimitata, come la paranoia che la alimenta. Un sistema, tuttavia, può collassare anche per eccesso di ridondanza.

Il nuovo ciclo di crescita e il bull market azionario iniziati nel 2009 hanno lentamente riportato il pendolo verso l'ottimizzazione. Senza entrare nel merito dell'operazione, è sicuramente un segno dei tempi che la pressione su Apple da parte di raider, gestori e analisti abbia alla fine convinto la società a indebitarsi per la prima volta per pagare dividendi più alti agli azionisti.

Il riformarsi di una voglia di ottimizzazione può essere legittimamente letto come il segnale dell'inizio di una bolla azionaria. Il rialzo è del resto al



Ingegnere e scrittore. Fedor Dostoevskij (1821-1881).

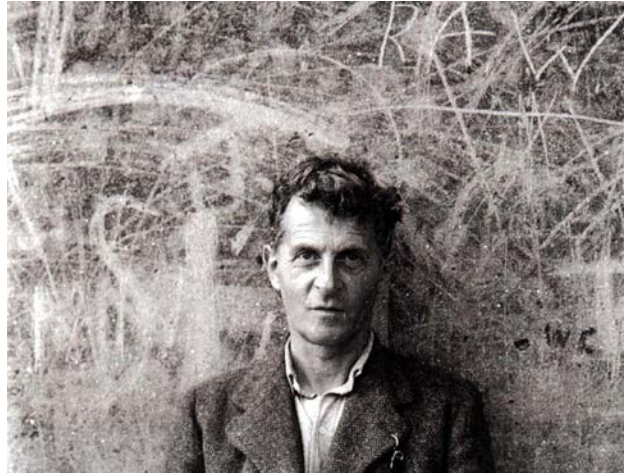
suo quinto anno di vita, i multipli sono sopra 15, c'è la sensazione che questa volta sia diversa da tutte le altre perché c'è uno straordinario impegno delle banche centrali a fornire liquidità e ritirare titoli.

Prima di dichiarare ufficialmente aperta la fase di bolla e prima di definire di nuovo egemone la cultura dell'ottimizzazione dobbiamo però tenere presenti due fattori.

Il primo è che, fino a questo momento, la richiesta di più leva e più rischio viene ancora rivolta in modo selettivo alle sole società che hanno effettivamente molta liquidità. In generale, del resto, il mondo corporate è ancora molto più liquido di quanto non fosse nei cicli precedenti, quanto meno in America e in Giappone.

Il secondo fattore, ancora più importante, è che mentre da una parte si è tornati a percorrere la strada dell'ottimizzazione, ci sono ancora forze importanti che avanzano sulla strada della ridondanza. La pressione per una ricapitalizzazione delle banche cresce ogni giorno non solo in quell'Europa dove la sottocapitalizzazione è più che evidente, ma anche negli Stati Uniti, dove nel 2009 si era già agito in questo senso con energia e tempestività.

Anche sull'onda di libri come *The Bankers' New Clothes*, duramente critici verso i manager che vogliono mantenere alta la leva delle banche, c'è



Ingegnere e filosofo. Ludwig Wittgenstein (1889-1951).

una forte pressione di opinione che sostiene il progetto legislativo bipartisan che ha buone probabilità di introdurre per le 15 banche più grandi d'America, criteri di capitalizzazione molto più severi di quelli di Basilea 3.

Ancora più dure le richieste che sta avanzando Thomas Hoenig, già falco del Fomc e oggi direttore del Fdic (l'ente federale che

assicura i depositi). Hoenig si batte come un leone per l'abolizione del criterio della ponderazione degli asset di rischio nel portafoglio delle banche. Hoenig chiede in pratica (ed è sempre più ascoltato) che i prestiti erogati dalle banche vengano calcolati tutti al loro valore nominale complessivo, senza distinzioni, spesso arbitrarie in quanto lasciate alla valutazione discrezionale delle banche stesse, sulla loro rischiosità.

Ottimizzare e consolidare, in sé, sono due cose positive. Tutti vorrebbero di più dell'una e dell'altra ma non tutti realizzano subito il conflitto tra loro. Ottimizzare fragilizza, consolidare rallenta. L'America può permettersi banche che riducono la leva, l'Europa deve fare attenzione. Il fatto che l'aumento di capitale di Deutsche Bank, considerata l'apripista di un ciclo di ricapitalizzazioni su tutto il continente, sia stato accolto bene dai mercati è comunque incoraggiante.

Mercati che chiedono ad Apple di decapitalizzare e a Deutsche Bank di ricapitalizzare sono tutto sommato mercati equilibrati ed efficienti che sanno fare il loro mestiere, che resta pur sempre l'allocazione ottimale delle risorse. Sono anche mercati che possono salire ancora (meglio se lentamente), aiutati da banche centrali molto attente a impedire quella deflazione che di solito non fa bene alle borse.

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, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311).

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.