



CINQUE QUINTI

12 gennaio 2012

Un portafoglio per tutte le stagioni

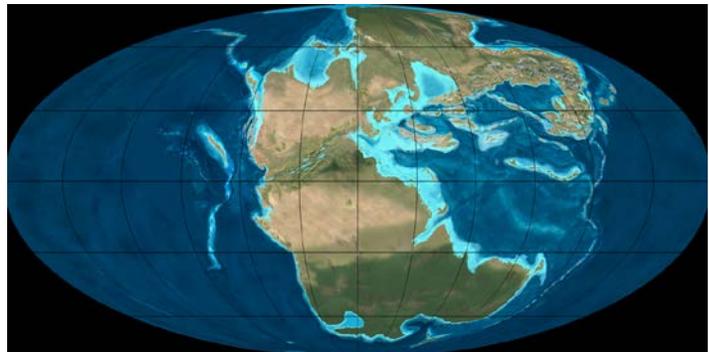
Ci sono miliardi di pianeti abitabili nella Via Lattea. Lo sostiene uno studio di astronomi tedeschi e danesi che da sei anni indagano sulla questione.

Considerando che la Via Lattea è solo una delle centinaia di miliardi di galassie

del nostro universo, la quantità di terreno coltivabile o edificabile, una volta risolti i problemi di trasporto, diventa praticamente infinita.

L'immobiliare terrestre, di fronte a questa ampia disponibilità, cadrà di prezzo esattamente come le vecchie aree downtown di Detroit o di Johannesburg sono crollate quando si sono costruiti nuovi sobborghi più attraenti e facilmente raggiungibili. E' il destino dell'immobiliare. Si pensa che sia per sempre, ma non è mai così. Quando l'Africa si fonderà con l'Europa e il Mediterraneo scomparirà, fra 250 milioni di anni, le case di Portofino e di Forte dei Marmi si troveranno in mezzo al Sahara e perderanno molto del loro valore.

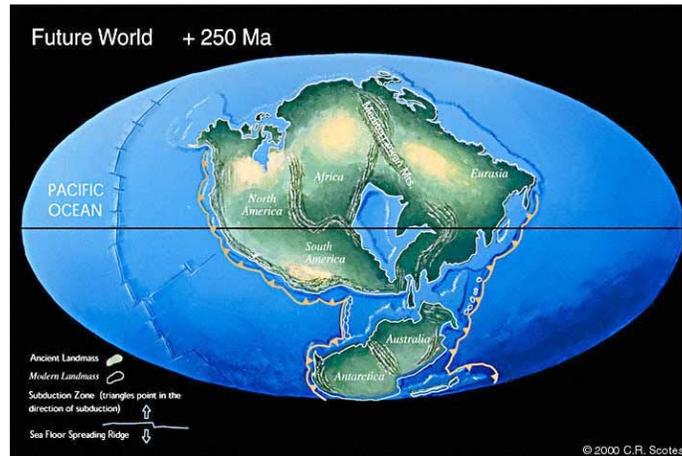
Nel brevissimo termine, diciamo da qui a 10-20 anni, ampi segmenti dell'immobiliare americano potrebbero per contro offrire un'ottima



Gondwana ai tempi del Triassico, 220 milioni di anni fa.

redditività e notevoli potenzialità di rivalutazione. In un ipotetico portafoglio ideale per questi tempi difficili (uno tra i miliardi di portafogli possibili) dedicheremmo un 20 per cento al real estate residenziale e commerciale negli Stati Uniti.

Un'elaborazione di Torsten Slok di Deutsche Bank compara per vari



Pangea Ultima, il mondo fra 250 milioni di anni.

paesi il rapporto prezzo-affitto e prezzo-reddito con la media storica di lungo periodo e ne ricava che le case sono oggi sottovalutate negli Stati Uniti, in Svizzera, in Corea e in Giappone. Sono invece molto care (con una sopravvalutazione compresa tra il 35 e

il 55 per cento) in Canada, Belgio, Norvegia, Australia, Regno Unito, Francia e, attenzione, in Spagna. L'Italia è sopravvalutata del 10 per cento.

Il paragone con la media storica ha dei limiti. Il Giappone, ad esempio, ha avuto negli anni Ottanta prezzi oltre ogni immaginazione che fanno sembrare molto compresse le valutazioni attuali, che in assoluto non sono così basse. Può poi succedere, nell'arco dei decenni, che un paese subisca un processo di decadenza (o, al contrario, di rapido sviluppo) che giustifica le variazioni di prezzo.

Non è questo il caso degli Stati Uniti, dove il residenziale è sceso dai massimi del 35 per cento e il commerciale si è praticamente dimezzato dal 2007 a oggi. Il residenziale avrà bisogno ancora di un paio d'anni per smaltire lo stock di abitazioni in liquidazione, ma il commerciale è già in ripresa.

Per quest'anno e il prossimo non ci sarà da puntare molto sul capital gain, ma in compenso la redditività, in un paese in cui i titoli governativi rendono zero, arriva al 5-6 per cento. Milioni di famiglie hanno subito il pignoramento della loro casa e sono andate in affitto. L'aumento degli affitti (che pesano per il 40 per cento sul Cpi) è stato del resto il fattore principale nell'accelerazione dell'inflazione americana nel 2011. Dal 2014 in avanti sarà invece possibile una ripresa dei prezzi in un numero crescente di aree metropolitane.

Quanto alla scelta del dove comprare, va ricordato che New York è una città internazionale che fa storia a sé e riflette l'andamento dell'economia globale. Ne è prova il fatto che il bear market immobiliare è stato breve. Per cogliere appieno la specifica ripresa americana sarà meglio rivolgersi a città, come Chicago o Los Angeles, che hanno un'economia sana e ben diversificata.

Agli Stati Uniti, almeno per il momento, dedicheremmo altri due quinti del nostro portafoglio ideale, uno in azioni e l'altro in liquidità.

Perché la borsa americana e non l'Europa, che è più a buon mercato? Essenzialmente per una valutazione ponderata dei rischi e delle opportunità. Verrà un giorno, speriamo, in cui l'Europa uscirà dal tunnel in cui si è cacciata e recupererà il terreno perduto rispetto all'America, ma non ci è così chiaro se questo avverrà tra tre mesi (passate le grandi aste), fra sei mesi (finita la recessione europea) o fra due o più anni (quando sarà più chiara la natura e la composizione di Eurolandia). Fino ad allora l'America sarà l'area che cresce di più e fa dormire più tranquilli la notte e questo basta.



Paul McCulley ai tempi di Pimco, due anni fa.

Pur essendo confortati dai buoni dati macro, non arriviamo comunque a essere aggressivamente positivi su Wall Street. Nei due anni passati gli utili delle società americane sono stati regolarmente sottostimati perché non si teneva nella giusta considerazione la natura globale delle grandi imprese americane e la loro esposizione verso la ripresa. Oggi, per lo stesso motivo, si rischia di sottostimare gli effetti della recessione europea e del rallentamento asiatico. Anche il dollaro forte può erodere gli utili. Quanto ai margini, l'accelerazione nella creazione di posti di lavoro porta a pensare a una qualche pressione negativa.

C'è poi il sentiment. Continuiamo a leggere quasi dappertutto che è il momento di essere contrarian e quindi di essere positivi. Il risultato, come nota Adam Parker di Morgan Stanley, è che in questo momento per essere davvero contrarian bisogna essere negativi.

Molti, in questi giorni, si avventurano a sostenere che l'accelerazione americana è solida e che la fase di crescita debole e incerta è definitivamente terminata. Molti, fino a tre mesi fa, sostenevano la tesi del double dip se non quella di una recessione in arrivo che avrebbe fatto impallidire quella del 2008. A noi sembra prudente ipotizzare un andamento volatile non troppo diverso da quello che abbiamo visto negli ultimi due anni, ma con un'inclinazione positiva. Il Ceo della maggiore catena di concessionarie auto americana, che seguiamo da anni per il suo track record di previsioni impeccabili, parla di 14 milioni di auto per il 2012. Se l'auto va bene, è difficile che vadano male la produzione industriale e il Pil in generale.

Nulla vieta, anzi, che una parte del 20 per cento azionario sia dirottata verso la Cina. Shanghai ha un multiplo di 9, contro il 13 di New York. I cinesi che hanno risparmi da investire sono scoraggiati in tutti i modi dal comprare seconde e terze case. Per il momento comprano oro o prestano in nero, ma prima o poi potrebbero approdare alla borsa. Restiamo poi convinti che l'azionario, come tutto in Cina, sia controllato dal governo e utilizzato come strumento di trasmissione della politica economica. La linea, al momento, è quella di dare un poco di gas e non più quella di frenare a tutti i costi.



Paul McCulley oggi.

Il terzo quinto del portafoglio, si diceva, potrebbe restare parcheggiato in dollari cash. Rendono zero, lo sappiamo, e come dice l'ex Pimco Paul McCulley, pensatore sempre interessante e originale, è possibile che non riusciremo a vedere un rialzo dei tassi nell'arco delle nostre vite. McCulley è un cinquantenne e appare in perfetta salute. La sua speranza di vita si misura in decenni.

Il dollaro cash, quindi, non è certo da mantenere in portafoglio a lungo ed è solo una copertura rispetto a un ulteriore indebolimento dell'euro. L'America non è ovviamente entusiasta del dollaro forte, ma può concedere all'Europa un cambio di 1.20 senza troppi problemi. Non ci spingiamo per adesso al di sotto perché la Fed ha in preparazione il Qe3 e abbiamo anzi l'impressione che non veda l'ora di lanciarlo al primo cenno di debolezza dell'economia americana o, in mancanza di questo, alla prima conferma di discesa dell'inflazione (già in atto). E' possibile che il Qe3 parta a breve distanza dall'Ltro2 della Bce di fine febbraio, in modo da impedire un eccessivo rialzo del dollaro.

Il quarto quinto di portafoglio è finalmente in euro e consta di Btp decennali. Sappiamo che c'è del rischio (volatilità, ristrutturazione, svalutazione), ma è difficile rinunciare al 7 per cento, ovvero, se tutto va bene, a bloccare 70 punti di cash flow in 10 anni quando il resto del mondo civile renderà poco più di zero. Non diciamo, attenzione, di tenere tutto in titoli di stato o, peggio, su conti bancari, ma fino a un quinto del portafoglio non si andrà in rovina e si sarà anche tassati di meno.

Nulla vieta, anzi, di diversificare questo 20 per cento. C'è una ventina di emissioni della Repubblica Italiana in dollari, sterline, yen e franchi svizzeri. Hanno tutte ottimi rendimenti. Si può anche uscire dall'Italia e tenere d'occhio altri governativi ad alto rendimento di Eurolandia, evitando la Grecia (ormai controllata dagli arbitraggisti), il Portogallo (che galleggia, ma è molto fragile) e la Spagna (che paga poco per il rischio che comporta).

L'ultimo quinto è più che altro un concetto ispirato da Jim Rogers, quando sostiene che in caso di disastro le materie prime si comportano meglio dei bond di qualsiasi ordine e grado. Una specie di fondo chiuso da riempire volta a volta di oro, azioni aurifere (in questo momento a fortissimo sconto rispetto all'oro), petrolio e petroliferi (anch'essi a sconto sul greggio), metalli (solo su debolezza) o comunque hard asset in generale. In questa fase sono da evitare il gas naturale (in America se ne scopre quasi ovunque in grande quantità) e il carbone, cui il gas fa concorrenza nelle centrali elettriche.

I cinque quinti possono diventare dieci decimi o venti ventesimi. Gli asset da considerare possono benissimo essere altri (corporate bond, bond bancari, terreni agricoli africani, azioni italiane distressed e tutto quello che può venire in mente). Il senso generale dovrebbe però essere in tutti i casi ispirato a un certo criterio.

Il criterio è di essere aperti a vari esiti, da positivo a molto negativo. JP Morgan ha definito il 2012 anno di cure e lenti recuperi. Per altri il 2012 sarà un anno carico di gravi rischi. Un portafoglio ben costruito dovrà contenere qualche elemento adatto ad approfittare del primo scenario e qualche parte che riesca ad assorbire senza danni irreversibili una crisi finanziaria regionale o globale.

I cinque quinti proposti sopra (un esempio tra mille, ripetiamo) vorrebbero andare in questa direzione. Se le cose dovessero effettivamente volgere al meglio, quattro di questi quinti catturerebbero il miglioramento (SP, real estate, Btp e materie prime). Se dovessero invece volgere al peggio, i quattro quinti denominati in dollari (Sp, real estate, dollaro cash e materie prime) dovrebbero attutire il colpo. Il real estate offrirebbe comunque un buon rendimento e il dollaro cash darebbe un utile. Tre quinti degli asset (Sp,

real estate, materie prime) costituirebbero un buon deposito di valore, suscettibile di ripresa una volta terminata la crisi.

La neutralità e una relativa tranquillità sono insomma tutto fuorché un conto corrente o un prodotto bancario denominati in una valuta tendenzialmente debole e dal destino incerto.

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 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.