



I DUELLANTI

29 luglio 2010

Corporate bond e azioni, chi vince perderà

Come i due ussari della Grande Armée che nel racconto di Conrad si rincorrono per quindici anni per l'Europa sconvolta dalle guerre napoleoniche e duellano ogni volta che possono, corporate bond e azioni si contendono con accanimento il cuore degli investitori e lo spazio nei loro portafogli fin dalla primavera del 2009.

L'aristocratico d'Hubert (Keith Carradine nel film di Ridley Scott) e il plebeo Féraud (un magnifico Harvey Keitel tutto odio e risentimento) rappresentano le due anime del bonapartismo, quella del ritorno all'ordine e quella rivoluzionaria. Lo scontro attraverserà la storia francese per tutto l'Ottocento e cova ancora oggi sotto la cenere dell'inquieta Francia sarkosysta.

Dopo la Waterloo del 2009 i corporate bond hanno rappresentato per i portafogli sconvolti dalla crisi il ritorno all'ordine. L'amputazione della componente azionaria ha significato sul piano simbolico la restaurazione dei valori dell'Ancien Régime, crescita lenta ma sicura all'interno di un contesto rigido e consacrato da una storia millenaria. Tasso fisso, rimborso certo a una data prestabilita e, nell'attesa, un moderato apprezzamento. Un universo senza velleitarismi, dotato di senso, comprensibile e rassicurante.



Harvey Keitel (Féraud) si prepara allo scontro con il rivale. Da I Duellanti di Ridley Scott. 1977.

Dall'altra parte, chi ha tenuto l'azionario durante la crisi ha vissuto la ripresa con lo spirito di rivincita e il carico di emotività che ebbe a suo tempo il bonapartismo dei reduci e delle classi popolari. Niente serenità olimpica, ma pane, sudore e polvere. Momenti di speranza frustrati, illusioni, ansie, delusioni.

Dal primo gennaio i corporate bond di buona qualità (iBoxx Euro Corporate Index) hanno reso il 3.3 per cento. L'equivalente in dollari ha reso il 7.3, senza contare l'apprezzamento della valuta. I bond di qualità meno buona e gli emergenti hanno reso tra il 7 e l'8 per cento.



Il duello tra il segretario al Tesoro Hamilton e il vicepresidente degli Stati Uniti Burr. 11 luglio 1804. Hamilton morirà per le ferite il giorno successivo.

Una sola, tra le borse maggiori, è riuscita a rendere come i corporate bond, quella tedesca. Il Dax è in rialzo del 3.7, ma l'America non ha reso nulla e il Giappone è sotto del 7.5. Perfino la mitica Cina, la santa dei disperati e dei miracoli, ha perso finora il 19.6 per cento.

Tra il tre e rotti dei corporate bond e quello del Dax (ammesso di avere avuto tutto l'azionario su Francoforte) non c'è nulla di simile se non il risultato.

Chi si è tenuto un portafoglio di corporate bond, oltre a potere condurre una vita normale, ha con ogni probabilità mantenuto gli stessi titoli che aveva a inizio anno. Qualcuno particolarmente brillante avrà fatto qualche spostamento lungo la curva (guadagnandoci) ma in ogni caso nessuno ha fatto pasticci. I pasticci si fanno quando si compra qualcosa perché è salito e poi lo si rivende più in basso perché nel frattempo è sceso molto e si è presa paura. I corporate bond hanno avuto un andamento così regolare che nessuno ha potuto pasticciare. Della crisi dell'Europa, che ha dislocato massicciamente i governativi, non si sono praticamente accorti.

Per contro, chi ha combattuto sul fronte azionario si è trovato sottoposto a pressioni di ogni tipo. Non è stata tanto la volatilità realizzata a indurre a farsi male da soli quanto la sensazione (eredità del crash del 2008-2009) di una mancanza di limite verso il basso e, simmetricamente, della possibilità di rialzi abnormi e immotivati dovuti a ricoperture affannose.

Di fronte a eventi come la crisi europea moltissimi hanno capitolato e liquidato parte della loro posizione in condizioni non certo ottimali. Ancora nelle ultime settimane i timori esagerati di rallentamento cinese e di double

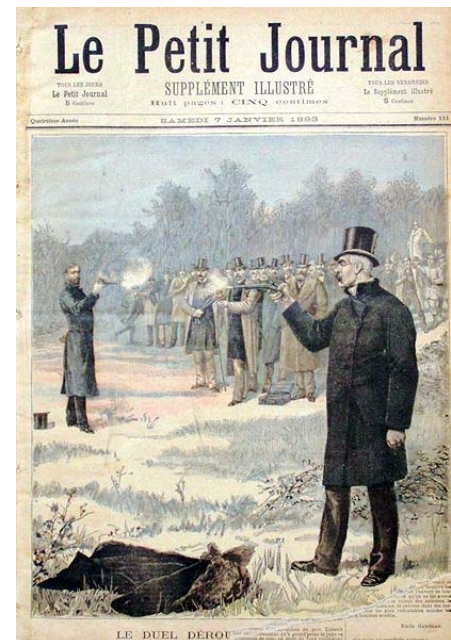
dip americano hanno indotto molti a vendere sui minimi del range, salvo poi ricomprare più in alto dopo la pubblicazione degli utili delle società. Perfino gestori rocciosi come Barton Biggs, tra i più lucidi e determinati durante il grande rialzo del 70 per cento, hanno vacillato e parzialmente capitolato (salvo poi ricomporsi rapidamente).

Questo significa che mentre il tre per cento di rialzo dei corporate bond l'hanno catturato tutti, il tre per cento del Dax l'hanno goduto in pochi. Qualcuno avrà agito con freddezza e avrà fatto anche più del tre (comprando su correzione e vendendo i rally), ma la maggioranza avrà perso per strada qualche punto.

Da questa esperienza si possono trarre alcuni preziosi insegnamenti. Il primo è di carattere strategico e riguarda la natura stessa di questa ripresa. Capire in che scenario ci muoviamo è essenziale per procedere al passo successivo, la scelta della strategia di portafoglio.

In questi mesi si sono fatti tre errori. Il primo è stato quello di pensare che questa ripresa sarebbe stata simile a quelle dei tre decenni precedenti, tutte forti e brillanti. Se misuriamo in tazzine di caffè lo stimolo fiscale, monetario e creditizio che occorre per fare tornare un'economia intorpidita a uno stato di lucidità vediamo che nelle crisi precedenti, quando occorreva due tazzine, per sicurezza ne venivano offerte tre. La tazzina in più determinava la particolare brillantezza della ripresa. Questa volta sono stati offerti dieci caffè e si è pensato, di fronte a uno sforzo così imponente e senza precedenti, di ottenere di nuovo un forte recupero. Il problema è che di tazzine ne sarebbero occorse undici e forse anche di più. Il risultato è che, con dieci caffè, l'economia si è rimessa in piedi, ma è in grado di camminare solo lentamente, ha la vista annebbiata e fatica a concentrarsi.

Il secondo errore è stato quello di scambiare il passo lento della ripresa per un segno di una imminente e inevitabile ricaduta, il double dip. In una versione più sofisticata non si è parlato di una ricaduta drammatica, ma di



Il duello tra Clemenceau e il boulangista Déroulède. 7 gennaio 1893. Clemenceau, futuro primo ministro, sosterrà in tutto 12 duelli.

una lunga fase, di uno o due decenni, in cui il mondo sarà un grande Giappone e soffrirà di stagnazione e deflazione (un'atmosfera irrespirabile per l'azionario, rischiosa per i crediti meno solidi e positiva solo per i governativi supersicuri).

Il terzo errore è stato quello di fare discendere da uno scenario macro mediocre un'incapacità da parte delle imprese di migliorare i margini di profitto.

Se sgombriamo il terreno da questi tre errori, lo scenario futuro si presenta diviso in due fasi. Un primo periodo, probabilmente i prossimi due anni, di continuazione del processo di disintossicazione (riduzione della leva finanziaria, ripagamento parziale o default sui mutui e inversione di tendenza sui disavanzi pubblici). Dopo questa fase, caratterizzata da crescita bassa in occidente ma ancora brillante nei paesi emergenti, seguirà un

periodo più lungo di riaccelerazione del ciclo, accompagnato probabilmente da una ripresa non drammatica ma percepibile dell'inflazione.



Il duello tra Olegin e Lensky. Museo Pushkin, San Pietroburgo. Pushkin stesso morirà in duello nel 1837.

Nella prima fase, il biennio, l'azionario non farà faville (perché la top line crescerà poco e i margini si stabilizzeranno) e i bond non saranno minacciati, perché l'inflazione continuerà a scendere. In pratica, come scrive Bill Gross, ci si potrà attendere un rendimento modesto ma positivo (nell'ordine del 4-5 per cento all'anno)

delle due classi di asset.

In questa fase i bondholder potranno sentirsi ancora soddisfatti e meglio posizionati degli azionisti, perché continueranno a godere di una minore volatilità. Gli investitori in azioni, tuttavia, potranno battere i rendimenti

obbligazionari una volta adottato uno stile operativo di segno opposto rispetto a quello di questi ultimi mesi. Se si imparerà cioè a credere di più nello scenario di crescita bassa ma sostenibile si riuscirà a sfruttare (e non a subire) le ondate di paura e quelle successive di ricopertura affannosa.

Il secondo vantaggio di una strategia sovrappesata sull'azionario è che si sarà pronti a sfruttare la seconda fase una volta che partirà. Chi rimarrà nei prossimi due anni sui bond lo farà nella certezza di sapere riconoscere l'inizio della seconda fase quando sarà il momento. Gli facciamo tanti auguri, ma siamo convinti che non sarà così facile.

La seconda fase o partirà con squilli di tromba (ovvero con un primo dieci per cento di rialzo azionario talmente veloce da essere perso da chi non è già nel mercato) oppure esordirà con grande discrezione e in questo caso sarà scambiata per una normale oscillazione nel range e non verrà degnata dell'attenzione necessaria.

Oltre a perdere il primo dieci per cento di rialzo azionario, l'obbligazionista si troverà contemporaneamente a dovere fare i conti con il primo 3-4 per cento di ribasso dei suoi bond. In caso di quotazione sotto la pari o sotto il prezzo d'acquisto sarà riluttante a vendere e perderà altro tempo prezioso in cui le azioni continueranno a salire e i bond a scendere.

Si tratta naturalmente di un'ipotesi e i numeri, anche se lo scenario fosse corretto, potrebbero essere molto diversi. Si vuole però sottolineare, tra bond e azioni, l'asimmetria tra rischi e opportunità una volta terminata la fase di disintossicazione e riduzione della leva (e che questa fase duri qualche anno senza essere però eterna lo concede anche Rogoff). Il 4 per cento dei bond e il 4 dell'azionario potranno procedere insieme molto più a lungo di quanto non pensavamo un anno fa, ma a un certo punto ci sarà un decoupling e potrà anche essere significativo. L'attesa, per chi punta sull'azionario, avrà naturalmente da essere operosa, sia come trading sia preparando il portafoglio per la seconda fase.

Nel breve si vede sui mercati una situazione equilibrata. Il rally per gli utili del secondo trimestre è da considerare compiuto. Di suo si sarebbe probabilmente prolungato fino a produrre condizioni di ipercomprato, ma la sua forza propulsiva va spegnendosi contro i dati macro americani, quasi tutti mediocri.

Il gioco delle aspettative nelle tre grandi aree economiche produce effetti che si bilanciano tra loro. In America i dati sono deludenti, ma le attese sono ora basse. In Europa ci saranno ancora alcune settimane di dati positivi (il ciclo europeo è anche questa volta in ritardo sul resto del mondo perchè dipende dalle esportazioni) ma le attese già li scontano. Dove c'è qualche spazio di aggiustamento è sulla Cina. Si comincia a capire che la Cina non vuole rallentare bruscamente e non è nemmeno in procinto di riaccelerare. Sta togliendo il piede dal freno senza metterlo sull'acceleratore. E' soddisfatta della velocità attuale e intende mantenerla il più a lungo possibile.

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.