



IL DESTINO DEI BOND

10 marzo 2011

Traffitti, bastonati, incompresi

Mediolanum diventa capitale dell'impero nel 286 d.C. e in quello stesso anno Sebastiano, milanese, va incontro al martirio. E' un alto ufficiale della guardia imperiale, l'equivalente in grande degli atletici signori del Secret Service (quelli con i Ray-Ban scuri e gli auricolari) che circondano il presidente degli Stati Uniti ogni volta che va in giro.

Sebastiano è segretamente cristiano e ha la sfortuna di lavorare per uno degli imperatori più anticristiani, Diocleziano. Cerca di servire lealmente Dio e Cesare, finché può. La sua fede fervente lo porta ad avvicinare due fratelli, Marco e Marcelliano, imprigionati e destinati al martirio se non ritorneranno al paganesimo. I figli e le mogli di Marco e Marcelliano li implorano di salvarsi, ma Sebastiano convince i due ad accettare il martirio e converte addirittura le loro famiglie.

Diocleziano, venuto a conoscenza della vicenda, ordina che la sua guardia del corpo venga punita con particolare severità. Sebastiano viene trafitto dalle frecce e così viene raffigurato da sempre nell'iconografia. In realtà viene salvato in extremis da una pia donna, ma è martirizzato di nuovo, questa volta a bastonate.

La severa Catholic Encyclopedia dice che si tratta di leggenda e che di storicamente accertato si sa poco. La leggenda ha però continuato ad



Andrea Mantegna. Il martirio di San Sebastiano. 1456. Louvre.

alimentarsi fino ai giorni nostri e Sebastiano ha così subito qualcosa che avrebbe forse considerato un terzo martirio, quello dell'incomprensione. A lui si sono infatti ispirati autori paganeggianti come Egon Schiele, D'Annunzio, Thomas Mann e di recente Damien Hirst e Derek Jarman, che gli ha dedicato un film particolarmente intenso e lo ha definitivamente trasformato in icona gay.

Essere trafitti da mille frecce e vagamente martirizzati è il destino, per fortuna solo virtuale, degli obbligazionisti di tutto il mondo. Che abbiano stumenti brevi o lunghi, a tasso fisso o indicizzato, il loro è un futuro di passione.



El Greco. San Sebastiano.
1578. Palencia.

La prima freccia, l'inflazione, è in realtà una scarica di frecce. Le prime, più piccole e non particolarmente velenose, sono già arrivate. Le più grosse arriveranno più avanti, nella seconda metà del decennio.

L'inflazione, si sa, non è uguale per tutti. Gli economisti e i banchieri centrali (con l'eccezione della Bce) escludono dal computo il petrolio e gli alimentari, che fluttuano per cause meteo o politiche che prescindono quasi sempre dalla politica monetaria. All'estremo opposto ci sono gli economisti di scuola austriaca, che includono nel paniere non solo il greggio e gli alimentari, ma anche le case, i terreni, le azioni e l'oro. In mezzo c'è l'inflazione headline.

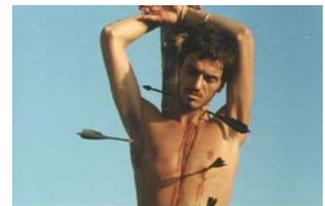
Chi investe deve guardare all'inflazione core quando esamina le politiche monetarie, ma deve adottare l'inflazione headline quando valuta i risultati dei suoi investimenti. E' una questione antropologica. L'investitore può non comprare case e oro, nessuno lo obbliga, ma non può fare a meno di mangiare e di usare petrolio in mille modi.

Oggi l'inflazione core è molto bassa in America, accettabile in Europa e comincia a essere troppo alta nei paesi emergenti. L'inflazione headline, per contro, comincia a essere significativa in America e in Europa ed è decisamente troppo alta in molti emergenti.

Come economisti possiamo essere tranquillizzati dal fatto che l'inflazione più pericolosa, quella salariale, è di là da venire, almeno nei paesi sviluppati. C'è un serbatoio di disoccupati così ampio che chi lavora non ha il potere contrattuale per ottenere retribuzioni più alte. Questo serbatoio, che negli Stati Uniti comprende sette milioni di persone, non si esaurirà prima di due-tre anni nemmeno se avremo dati mensili buoni come l'ultimo di venerdì scorso.

Come obbligazionisti, tuttavia, dobbiamo avere ben chiaro che le banche centrali e i governi intendono remunerare i titoli a breve grosso modo un punto in meno dell'inflazione per molti, molti anni a venire (come fanno del resto dal 2009). Lo dicono, lo scrivono, lo teorizzano, lo fanno. In Cina sono ancora più ambiziosi e puntano a pagare agli obbligazionisti almeno due punti in meno dell'inflazione (in questo momento sono tre)... Non possiamo fare finta di non saperlo. In pratica il cash equivalent (il governativo fino a 12 mesi) è e resterà tassato dell'uno per cento all'anno in termini reali, salvo essere tassato ulteriormente in termini nominali come tutti gli strumenti finanziari.

In questi giorni il Fondo Monetario, che sta cercando di avviare una revisione generale delle linee guida della politica economica globale, ha rispolverato l'idea del suo chief economist Olivier Blanchard di alzare dal 2 al 4 l'obiettivo d'inflazione. Nel 2009 questa proposta, avanzata inizialmente da Rogoff, era stata accolta da critiche anche aspre, ma c'è da scommettere che, dando tempo al tempo, l'opposizione continuerà ad ammorbidirsi. L'ultima a soccombere sarà la Bce. Terrà duro il più a lungo possibile, ma a un certo punto l'euro troppo forte la costringerà a più miti consigli. Forse in Europa non arriveremo al 4, ma quel 3 con il quale abbiamo convissuto in Eurolandia per molti anni lo rivedremo di sicuro.



Derek Jarman. Sebastiane. 1976. Il film è in latino.

Per schivare la freccia del rendimento reale negativo sul breve, l'investitore che cerca conforto nel titolo a lungo viene colpito da una freccia ancora più pericolosa, la perdita in conto capitale. Questa è dovuta non solo all'aumento dell'inflazione attesa, ma anche a quello del rendimento reale che il mercato a un certo punto si mette a esigere.

Come il cavaliere del Settimo Sigillo di Bergman, l'investitore cerca in tutti i modi di ingannare la Nera Signora con la falce, salvo ritrovarselo puntualmente davanti. Se il tasso fisso a lungo fa perdere in conto capitale, pensa rigirandosi la notte nel letto, ecco la soluzione del variabile, magari indicizzato all'inflazione.

Succede però (è già successo molte volte in molti paesi) che gli inflation-linked vanno tranquillamente sotto la pari nella prima fase di ripresa dell'inflazione. In America quelli molto lunghi sono arrivati in certi periodi a 75-80. Succede infatti che il rendimento reale nelle fasi acute di crisi economica si azzeri, perché pur di non stare in case o azioni si comprano i bond, inclusi gli indicizzati, anche se non rendono quasi niente. Passata la crisi, tuttavia, il mercato torna a chiedere un rendimento reale crescente e

questo penalizza anche gli indicizzati. Il momento per comprarli, quindi, non è quando inizia a salire l'inflazione, come spesso si tende a fare, ma quando cessano di salire i rendimenti reali. Questo avviene, tipicamente, quando l'espansione è matura e consolidata. Non oggi, insomma, forse fra un anno.

Per sintetizzare. Sul breve i rendimenti sono negativi. Sul lungo sono positivi ma in espansione e proprio questo penalizza il corso dei bond.

Le frecce non sono finite. Come sempre accade, nelle fasi di espansione l'azionario, le materie prime e l'oro tornano attraenti e flussi consistenti abbandonano progressivamente i bond verso altre destinazioni. Anche questo ne deprime i corsi.

L'ultima freccia è l'atteggiamento dei policy maker nei confronti degli obbligazionisti di ogni ordine e grado. Durante la crisi le autorità sono state spesso feroci con gli azionisti e quasi sempre molto benevole con gli obbligazionisti. La paura, comprensibile, è stata quella di una crisi generalizzata di fiducia. Ora è invece un fermo proposito quello di organizzare una diversa e più solida architettura finanziaria e preparare gli obbligazionisti a fare la loro parte nelle crisi future. Lo scrivono, lo dicono, lo teorizzano e cominciano a farlo. Non facciamo gli struzzi e prepariamoci. I nuovi bond bancari, in particolare, avranno rendimenti bellissimi e saranno



Damien Hirst. Saint Sebastian. Exquisite Pain. Installazione in formaldeide.

certamente interessanti per chi ha il dono del timing e sa uscire al momento giusto. Tutti gli altri (gli struzzi, i distratti, quelli che non leggono i prospetti) si troveranno con strumenti comprati come bond che nel momento peggiore possibile, puf, si trasformeranno in azioni in rapida discesa.

L'ultima difesa dell'obbligazionista vero credente è che sì, le borse saranno anche l'investimento più bello sotto il cielo, ma non si può, per una elementare regola di diversificazione, tenere tutto in azioni.

Si può obiettare che le grandi fortune, da Gates a Buffett per citare casi recenti, sono state fatte tenendo tutto in azioni. Non si hanno casi di obbligazionisti che hanno fatto in tempo ad accumulare grandi patrimoni. Certo, c'è il settore dell'alto rendimento, ma è bond di forma e equity di sostanza. In America, del resto, fino a 10 anni fa era abbastanza normale che i portafogli privati avessero anche l'80-90 per cento di azioni.

Per chi proprio non ce la fa a stare molto pesato in equity, un'idea interessante, in questo momento, è quella di comprare una casa in America.

Non a New York, dove comunque la domanda internazionale è rimasta forte perfino durante la crisi, perché i prezzi saliranno, ma non di molto. Non nel centro del paese, dove pure le case costano pochissimo, perché lì i prezzi non sono scesi durante la recessione ma nemmeno saliranno nei prossimi anni. Non a Detroit, dove le case sono gratis e il comune vi paga addirittura qualcosa se ve le prendete, perché le cose non cambieranno. Non a Las Vegas, dove si paga 420mila dollari quello che costava un milione tre anni fa, perché tutto intorno c'è un deserto infinito e piatto.

Considerate invece San Francisco o Seattle. Poco spazio, escursioni violente dei prezzi legate al ciclo della tecnologia che offre o toglie il lavoro, prezzi che in un decennio raddoppiano o si dimezzano anche due volte. A San Francisco siamo del 38 per cento sotto i massimi ma già del 13 per cento sopra i minimi. A Seattle siamo sotto del 27 per cento senza ancora una ripresa dai minimi.

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.