

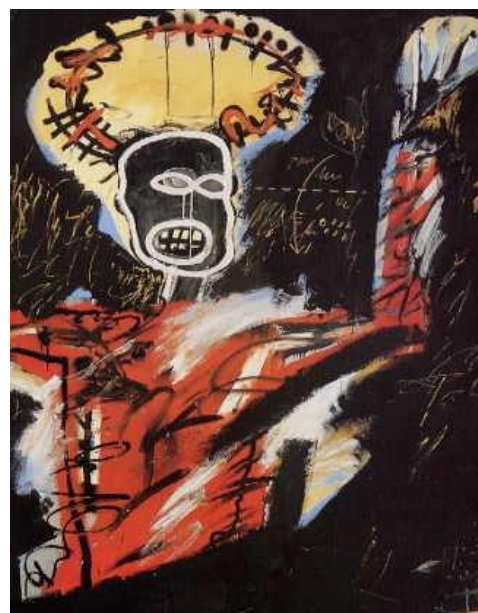
**AVANTI PIANO, INDIETRO PIANO**

18 luglio 2013

**La Grande Rotazione sarà al rallentatore**

Copiate qualche nota da una melodia e passerete guai seri. Copiate qualche riga di troppo per una dissertazione di dottorato e dovrete dimettervi, come è avvenuto a ben due ministri del governo Merkel. In certi casi la creatività è tutelata strenuamente, in altri si rubano tranquillamente i concetti senza nemmeno sentirsi in dovere di citarne gli inventori e senza provare il minimo senso di colpa. Riconosciamo dunque almeno l'onore a Michael Hartnett, strategist di Bank of America Merrill Lynch, che il 9 ottobre 2012, nella sua nota settimanale, lancia il concetto di Grande Rotazione, con tanto di maiuscole.

Il consiglio di passare dai bond alle azioni era già nell'aria da quasi tre anni, ma nessuno era mai stato in grado di sintetizzarlo con questa abilità da brillante copywriter di agenzia pubblicitaria. Il creativo pubblicitario non vive di logica, ma di analogia e assonanza e Hartnett conia la Grande Rotazione sull'assonanza con la



Asset inflation. Jean-Michel Basquiat. Profit I. Dipinto nel 1982 e venduto all'asta nel 2002 a 5 milioni di dollari.

Grande Recessione, a sua volta ricalcata nel 2009 sul modello della Grande Depressione degli anni Trenta. Perfetto.

Entrando nel merito, si diceva, il consiglio aveva già iniziato a circolare nel 2010, quando era ormai chiaro che non ci sarebbe stato il double dip, quella ricaduta nella recessione di cui tanto si era parlato per tutta la seconda



Asset inflation. Basquiat. Untitled (Boxer). Scambiato nel 2008 per 13 milioni di dollari.

metà del 2009. La ripresa c'è, era l'argomentazione, e i bond, che sono oltretutto su rendimenti storicamente molto bassi, non potranno che perdere valore a vantaggio dell'azionario, che è invece su livelli compressi.

È andata diversamente. Per quanto sottilmente attaccati come fifoni, pessimisti e rentier passivi, i possessori di bond (e più erano lunghi e meglio era)

hanno potuto ridere sotto i baffi per tre anni ed esibire risultati eccellenti per uno strumento che, almeno sulla carta, si presenta come meno rischioso delle tanto decantate azioni. David Rosenberg, uno strenuo deflazionista che in questi anni ha sempre difeso i bond lunghi, si è divertito a far notare che un Treasury trentennale senza cedola (il massimo di duration che si può raggiungere senza ricorrere alla leva) ha reso esattamente come l'indice SP 500, che per inciso non gode della garanzia del governo degli Stati Uniti.

Anche Michael Hartnett, una volta coniato lo slogan della Grande Rotazione, ha dovuto aspettare otto mesi per vederla sul serio. Eppure, nell'ottobre scorso, il momento sembrava perfetto. Draghi aveva lanciato da poco l'Omt per Italia e Spagna, l'Europa appariva ormai fuori pericolo e, a parte ovviamente i Btp e i Bonos, tutto il resto del mondo obbligazionario sembrava ormai prossimo a lasciare all'azionario il privilegio di esplorare nuovi massimi.

È stata anche questa ostinazione dei bond, aggrappati a un rialzo ormai trentennale e sicuri della propria invulnerabilità a convincere la Fed a creare un po' di scompiglio con la storia del tapering (la riduzione degli acquisti di titoli del Tesoro e la fine imminente del Quantitative easing). Trenta anni di rialzi creano incrostazioni pericolose e incentivano comportamenti azzardati. Non è solo l'investitore solitamente prudente che a un certo punto si lancia sulle scadenze lunghe e non è solo la grande banca che si è imbottita di titoli

a leva per ricapitalizzarsi con i profitti da carry trade. Chi preoccupa ancora di più, in questi casi, sono gli emittenti, cioè i debitori, che cominciano a sentirsi troppo certi di potere pagare per sempre tassi bassi e per questo motivo non percepiscono l'urgenza di una sistemazione strutturale dei loro conti.

La scrollata di giugno è stata presa molto sul serio da tutti, ha segnato l'inizio della Grande Rotazione e resterà impressa a lungo nella memoria di debitori e creditori. Non è stata solo la prova generale del bear market obbligazionario che verrà, ma anche il suo inizio.

A questo punto la Fed può fare in parte marcia indietro e usare toni più rassicuranti. Ecco allora Bernanke affermare, in un Congresso già pronto ad attaccarlo frontalmente, che la politica monetaria resterà accomodante per tutto l'orizzonte prevedibile.

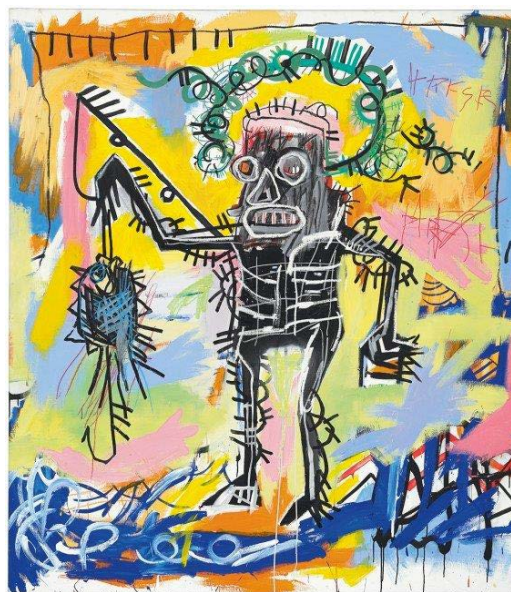
Questo ha due conseguenze pratiche.

La prima è che l'annuncio della possibilità del tapering, più che essere il primo capitolo del rialzo dei tassi e del bear market obbligazionario è una sorta di prequel, come quelli che si scrivono dopo la pubblicazione delle grandi saghe per andare a vedere come era il mondo prima del momento zero.

La seconda è che la Grande Rotazione sarà più lenta di come molti si immaginano, ma abbastanza veloce per produrre nel tempo differenze di risultato tra i portafogli di chi vi si adegua e quelli di chi se ne vuole rimanere in bond. Avanti piano per l'azionario, indietro piano per i bond. Niente di esaltante, niente di devastante ma, alla fine, qualcuno che guadagna e qualcuno che sta fermo o perde qualcosa.

L'avanti piano dell'azionario dipende essenzialmente dai livelli raggiunti. Mettendo insieme il 2012 e il 2013 fino a oggi, l'SP 500 è salito del 32 per cento, praticamente di un terzo. Quest'anno il rialzo è già del 18 per cento quando l'economia americana, da gennaio a oggi, è cresciuta a una velocità annualizzata dell'uno per cento, un settimo della velocità cinese, che è dal canto suo percepita come quasi disastrosa.

David Kostin di Goldman Sachs ipotizza, per il 2014, utili per azione di 116 dollari sull'SP 500. A oggi siamo dunque a 14.5 volte gli utili dell'anno



Basquiat. Untitled 1981. Scambiato nel 2012 per 16 milioni di dollari.

prossimo. Non è tanto e non è poco. È il giusto, se si vuole lasciare un po' di spazio al rialzo di fine anno e a quello del 2014, che a un certo punto sarà condizionato dalle attese sul 2015. Se poi le imprese, come stanno già facendo da alcuni mesi, si mettono ad assumere di più, i margini di profitto cominceranno ad andare sotto pressione o comunque a non crescere più. E se i margini si stabilizzano, i maggiori utili possono venire solo da un fatturato in crescita, cosa ben possibile negli Stati Uniti ma molto meno nel resto del mondo.

Quanto ai bond, il ribasso di queste settimane lascerà cicatrici nei paesi emergenti, meno nei paesi sviluppati. Nemmeno sugli emergenti, del resto, bisogna diventare troppo negativi. Rispetto ai decenni passati, infatti, ci sono due differenze di rilievo. La prima è che oggi questi paesi hanno, quasi tutti, poco debito pubblico. La seconda è che è cresciuta la parte di questo debito finanziata in valuta locale. Qualche attenzione va riservata alla Cina, che non ha debito estero ma che ha visto crescere rapidamente, in questi anni, il credito totale interno.

Questo scenario, avanti piano per l'azionario e indietro piano per i bond, dovrà naturalmente fare i conti con possibili shock di varia natura. Più che la geopolitica, sarà l'Europa a dovere essere costantemente monitorata. Anche



Asset inflation. Dustheads di Basquiat, battuto nelle scorse settimane a 48 milioni di dollari.

se l'economia si stabilizzerà, il debito pubblico e privato continuerà a crescere. Per Citi il debito italiano raggiungerà l'anno prossimo il 138 per cento del Pil e nel 2015, nei paesi deboli di Eurolandia, molti debiti delle banche in crisi e alcuni debiti sovrani verranno ristrutturati.

Una Fed più tranquilla e una Germania concentrata fino a settembre sulle elezioni dovrebbero garantire un agosto meno agitato del solito. Tornati dalle vacanze,

comprare azioni su debolezza e vendere bond su forza dovrà cominciare a diventare una buona abitudine.

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.