

**IL LUNGO ADDIO**

6 giugno 2013

---

**La ritirata dei bond è qualcosa di più di un'esercitazione**

---

Quello delle ultime settimane è stato, per i mercati obbligazionari, il terzo ribasso più duro degli ultimi vent'anni. Il peggiore, durato undici mesi, è stato quello del 1994, seguito da quello del 2003, quando la Fed abbandonò la politica espansiva seguita alla minirecessione del 2001 e all'11 settembre.

Sulle cause del ribasso è in corso un dibattito vivace e interessante. Anatole Kaletsky sostiene che la paura nei mercati non ha nessun senso. La Fed non ha affatto cambiato politica e ha ribadito che il Quantitative easing continuerà in forma flessibile. Sarà cioè ridotto (gradualmente e molto lentamente) se i dati macro, e in particolare quelli sulla disoccupazione, miglioreranno. Sarà invece rafforzato se la crescita perderà slancio. Cose di puro buon senso e per di più già annunciate da tempo.

Quanto alle dichiarazioni di Esther George che tanto hanno allarmato i mercati (il Qe ha i mesi contati), Kaletsky nota ruvidamente che la Fed di



Le stagioni di Claude Monet. La cattedrale di Rouen in pieno sole. 1893.

Kansas City diretta dalla George conta nel Fomc come la banca centrale di Cipro all'interno del consiglio della Bce e cioè niente. Chi conta sono solo i primi tre, ovvero Bernanke, la sua vice Yellen e Dudley della Fed di New



Monet. La cattedrale di Rouen. Armonia in blu e oro. 1894.

York, nell'ordine colomba in capo, supercolomba e ipercolomba. Kaletsky conclude quindi il suo ragionamento con la previsione di un ritorno dei bond sui massimi di due mesi fa.

Kaletsky è ingeneroso e impreciso quando minimizza il peso delle Fed delle regioni centrali degli Stati Uniti. Kansas City è un centro finanziario ovviamente più piccolo di New York, ma rappresenta, insieme a Dallas, Saint Louis e Filadelfia, la posizione repubblicana. Intendiamoci, le Fed regionali non prendono ordini dai partiti e i partiti non si ispirano, nella loro linea di politica economica, alle Fed loro vicine, ma c'è un comune sentire più che evidente. Kaletsky ha comunque ragione nel fare notare che i rapporti

di forza, che non sono cambiati negli ultimi tempi, continuano a essere sbilanciati, nel Fomc, a favore delle colombe. Aggiungiamo che, come contrappeso ulteriore ai falchi, c'è una ubercolomba come Evans di Chicago che ipotizza la fine del Qe solo dopo molti mesi di seguito con più di 300mila nuovi posti di lavoro. Una condizione quasi impossibile e un Qe praticamente eterno.

Se Kaletsky rappresenta l'ottimismo che prevaleva nei mercati prima della caduta (economia in accelerazione ma Fed comunque espansiva, il migliore dei mondi possibili), Mohamed El-Erian di Pimco legge la salita dei rendimenti come minore propensione generale al rischio dopo le esagerazioni degli ultimi mesi e propone una riduzione dell'esposizione verso l'azionario e i corporate bond. Dov'è, si chiede, tutta questa crescita in accelerazione di cui si parla? Gli ultimissimi dati macro, in effetti, sembrerebbero dargli ragione.

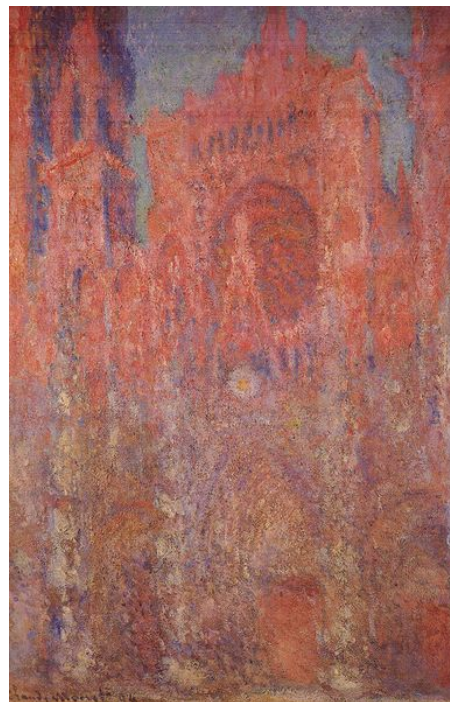
Ancora più pessimista, Charles Gave parla di uno sforzo reflazionistico da parte delle banche centrali avviato a un clamoroso fallimento e di Treasuries destinati a tornare sui massimi per la peggiore delle ragioni possibili, la deflazione imminente. La continua discesa dell'inflazione, accompagnata dal rialzo dei rendimenti obbligazionari, sta portando i tassi nominali al di sopra

del tasso di crescita strutturale delle economie, una configurazione che prelude a uno shock deflazionistico.

A favore della tesi di Gave di una perdita di controllo da parte delle banche centrali si potrebbe citare l'effetto decrescente delle misure espansive. La base monetaria in continuo aumento non produce accelerazione della crescita in America, mentre l'espansione del credito dà risultati sempre più modesti in Cina e negli altri paesi emergenti. Le esitazioni del governo e della banca centrale in Giappone, dal canto loro, stanno già mettendo a rischio alcuni degli effetti positivi che ci si attendeva dall'Abenomics.

Per provare a mettere ordine nelle idee bisogna tornare alla visione del mondo prevalente nei mercati prima della correzione. L'ottimismo straripante di allora, visto oggi, aveva alcune buone ragioni di fondo, ma presentava anche chiari segni di intossicazione mentale. Lo stato di euforia aveva portato a un rialzo azionario che sembrava senza fine e a una compressione globale dei premi per il rischio di credito e di tasso. Tutto andava a ruba, dai prestiti sovrani cinquantennali, ai corporate a 100 anni fino ai bond pakistani o rwandesi. Il Nikkei saliva a parabola e gli strategist si affrettavano a rivedere al rialzo (e non di poco) gli obiettivi di borsa per il 2013 e il 2014.

Era per l'ennesima volta la maledizione di maggio, che per il quarto anno di seguito faceva registrare un importante massimo di periodo nel sentiment e nei mercati. Niente di particolarmente esoterico in questo, quanto la semplice conseguenza del fatto che le grandi manovre di rilancio monetario del decennio in corso (dai vari Qe al celebre discorso di Draghi) sono tutte partite tra la fine di luglio e agosto. Un timing, questo delle banche centrali, dettato dalla caduta di sentiment nei mercati durante l'estate, dovuta a sua volta agli eccessi di attese creati dalle misure espansive dell'anno precedente. Succede insomma, ogni maggio, che gli otto-nove mesi di rialzo che festeggiano gli annunci dell'agosto precedente creano a un certo punto portafogli troppo carichi, che da parte loro inducono gli operatori a guardare con particolare preoccupazione a qualsiasi segno di fragilità. A questo punto dati che prima sarebbero stati tranquillamente ignorati diventano improvvisamente



Monet. La cattedrale di Rouen. 1894.

allarmanti e spingono a una correzione dei corsi che viene letta, con una logica circolare, come conferma delle preoccupazioni.

La novità di quest'anno, se vogliamo, è che alla tradizionale distribuzione agostana di adrenalina se ne è aggiunta una primaverile sotto forma di Abenomics in Giappone e di congelamento dell'austerità fiscale in Europa. A intossicare completamente le menti è poi intervenuto un miglioramento (sopravvalutato) del quadro dell'occupazione negli Stati Uniti.

Ragionando con un minimo di distacco si può notare come l'errore non sia stato quello di vedere l'accelerazione americana e la fine della recessione europea all'orizzonte del 2014, ma di considerarle già iniziate. In America, infatti, gli effetti di freno degli aumenti di tasse cominceranno a venire meno solo all'inizio dell'anno prossimo. Quanto all'Europa, il segno negativo ancora per tutto quest'anno è ineliminabile e solo per il 2014 ci potrà essere un timido più.


L'ottimismo senza limiti di un mese fa era dunque sbagliato, ma altrettanto fuori luogo, per il momento, appare il pessimismo di questi giorni. La fisiologia dei mercati, tuttavia, fa pensare che la fase di correzione delle borse continuerà fino all'autunno, con un andamento nel complesso laterale (ma con qualche puntata sotto 1600 per l'SP 500). A fine anno, con i mercati ripuliti e l'avvicinarsi dell'accelerazione vera dell'economia americana, vedremo con ogni probabilità nuovi massimi di borsa.



Monet. La cattedrale di Rouen. 1892.

In questa fase di recuperata sobrietà mentale i bond ritroveranno una parte dello smalto perduto. Sarà un'occasione, per chi non l'ha già fatto, per vendere le scadenze superiori ai cinque anni. L'addio ai bond sarà lungo e lento. Il ribasso di queste settimane, visto dalla Fed, non è l'inizio di un dramma ma un passo verso la normalità e una grande esercitazione generale in vista del bear market vero che verrà nella seconda parte del decennio.

In borsa è il momento del trading. D'estate infatti la volatilità sale. Chi si è caricato troppo di azioni durante il rialzo potrà vendere call per i prossimi



due-tre mesi. Chi non ha creduto al bull market avrà una seconda possibilità per entrare e gli converrà non lasciarsela scappare.

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.