

VORTICI E SPIRALI

8 maggio 2014

La Grande Rotazione è bloccata, si scatena la Piccola Rotazione

Indulgenti con i piccoli, si è di solito severi con i grandi. Dai bambini ci si aspetta di tutto, dagli adulti si esigono comportamenti responsabili e regolati da norme codificate.

Succede anche con i titoli azionari. Alle società piccole, che occupano nicchie e sfruttano mode effimere (si pensi a certi produttori di giocattoli elettronici con volatili arrabbiati o caramelle colorate) si concede volentieri una certa levitas. L'alta ed emozionante volatilità delle loro quotazioni di borsa o di private equity è accettata come naturale.

Ci si aspetta invece gravitas (e anche una dose di noia) dalle società grandi e grandissime, quelle che capitalizzano, tanto per avere un riferimento, più di 100 miliardi. Se sono così grandi, del resto, è perché sono anche diversificate, presenti in tutto il mondo, gestite da manager con molti diplomi e abituati a navigare in ogni tipo di tempesta. Il surfista fa le acrobazie sulle onde, la portaerei non le nota nemmeno. A queste società grandi e mature si chiede un tranquillo dividendo, una crescita costante ma



Lo scalene barocco di Palazzo Barberini. Roma.

non elevata del fatturato e una quotazione di borsa che premi l'investitore paziente e non dia soddisfazioni al trader.

E invece succede che mentre va in scena, dall'inizio dell'anno, il più noioso indice azionario degli ultimi dieci anni, dietro le quinte si consumano drammi e trionfi proprio tra alcuni dei titoli a più grande capitalizzazione. E



Lo scalene a spirale del Museo dell'Art Nouveau di Riga. Lettonia.

questo, si noti, senza che nulla di particolarmente rilevante sia accaduto nel frattempo alle società interessate.

Prendendo quasi a caso un paio di esempi, a un'Amazon che negli ultimi tre mesi ha perso un terzo del suo valore di borsa corrisponde una Petrobras cresciuta del 50 per cento in sei settimane. Ripetiamo, sono società che capitalizzano più di 100

miliardi e alle quali, se non ci è sfuggito qualcosa, non è successo praticamente nulla di straordinario.

Una prima considerazione salta agli occhi. Chi vende un titolo, di questi tempi, ne compera immediatamente un altro. L'immobilità di grandi indici come quelli di New York, Londra o Francoforte, tutti invariati da inizio anno, segnala che la Grande Rotazione dai bond all'equity si è fermata. Nessun dollaro, euro o sterlina entra in borsa ma, d'altra parte, nessuno ne esce.

Una seconda considerazione è che le violente rotazioni in corso sotto la superficie calma e piatta del mercato segnalano un primo passaggio dall'onirico al reale o, se vogliamo dirlo più tecnicamente, dal concettuale al fondamentale. Altri passaggi, nella stessa direzione, avverranno nei prossimi 12-18 mesi.

Con i tassi a zero, il Qe e le varie put di Bernanke/Yellen e di Draghi, i mercati finanziari hanno vissuto dal 2009 e in parte continuano a vivere in un universo parallelo protetto e insonorizzato, un grande bozzolo caldo e morbido che fa filtrare solo un'eco attutita dei suoni e dei colori del mondo esterno.

Dentro il bozzolo i mercati, ai quali ha continuato ad affluire copiosa la liquidità creata dalle banche centrali, hanno elaborato in questi anni una rappresentazione del mondo semplificata e astratta che partiva dai grandi

concetti e non dai bilanci societari. I tassi a zero e la crescita bassissima sono stati vissuti come un dato permanente del nuovo mondo. D'incanto la metrica classica del rapporto tra prezzo e utili (o tra prezzo e cash flow) è stata messa da parte. A sostituirla è stata, in un mondo a tasso zero, il dividendo. Le azioni, in altre parole, hanno cominciato a essere vissute come obbligazioni. Il payout, il rapporto tra dividendo e utile, è stato dimenticato. A un obbligazionista, del resto, non importa troppo se il coupon che riceve assorbe o meno tutto il cash flow del debitore. Quello che conta è che il coupon sia pagato.

In alternativa, in economie a velocità vicina a zero, la metrica entrata in uso è stata la crescita del fatturato, così rara e preziosa da essere divenuta rapidamente inebriante. Alle poche mosche bianche in grado di esibire un trend positivo delle vendite (non importa se reale o, molte volte, semplicemente immaginato) è stata concessa la possibilità di apprezzarsi in borsa all'infinito o, quanto meno, fino al presentarsi sulla scena di un nuovo paradigma interpretativo.

Pochi, in questi anni, si sono quindi preoccupati dell'ancoraggio alla realtà delle quotazioni di società che davano dividendi o di quelle che facevano intravedere una top line crescente. Multipli di 50, 100, 500 volte sono diventati comuni e, in non pochi casi, il moltiplicatore è stato applicato non agli utili, ma alle vendite.



Lo scalene a spirale dei Musei Vaticani. Roma.

Chi non rientrava in questi due gruppi d'élite è stato invece messo ai margini.

Ancora oggi, nonostante la furiosa rotazione delle ultime settimane e con i mercati ai massimi storici, troviamo facilmente megabanche globali, società petrolifere di nobili e secolari tradizioni, linee aeree primarie e gigantesche società dell'alta tecnologia con multipli tra 7 e 13.

Che si torni a utilizzare la metrica degli utili (di quelli veri, non di quelli sognati a occhi aperti) significa che un grande fenomeno ha cominciato a verificarsi nel mondo apparentemente immobile dell'azionario. Il bozzolo ha iniziato ad assottigliarsi, qua e là si è perfino bucherellato e i suoni e le

immagini del mondo esterno riescono finalmente a entrare più chiari. Benvenuta, realtà.

Dicevamo che si tratta solo di un primo stadio. Al bruco sono spuntate le ali, ma non è ancora farfalla. Perché il bozzolo si rompa occorre che i tassi abbandonino la temperatura controllata dell'incubatrice, vicina allo zero, e si avvicinino alla normalità dell'ambiente esterno.

Questo secondo passaggio avrà luogo l'anno prossimo in America e fra due anni, se tutto andrà bene, nell'Eurozona. Sappiamo che avverrà a condizione che la crescita si mantenga sui livelli finalmente più alti che si cominciano a intravedere per questo 2014.

L'abbandono del bozzolo non sarà una festa per tutti. I tassi più alti disincentiveranno alcune società che oggi spensieratamente si indebitano per comprare azioni proprie o per fare acquisizioni. Altri, come le banche, saranno invece avvantaggiati dal graduale ritorno alla normalità.

Se tutto andrà secondo programma, gli indici azionari, sia pure in mezzo alla volatilità che sempre caratterizza le fasi iniziali di rialzo dei tassi, potranno riprendere a salire. Il rialzo sarà molto più lento di quello che abbiamo visto nei quattro anni passati. La vera partita, del resto, non si giocherà sugli indici e forse nemmeno sulla Grande Rotazione dai bond all'equity. A contare davvero saranno le rotazioni interne all'equity. È tempo di controllare a fondo il portafoglio azionario e di verificarne la

sintonia con i tempi nuovi.



Guggenheim Museum. New York.

Venendo al breve termine, l'Ucraina continuerà a dare il ritmo alle giornate delle borse. Gli ultimi sviluppi fanno pensare a una strategia russa più sottile e ambiziosa rispetto allo scenario brutale dell'invasione, così temuto dai mercati. Putin mira a influenzare

tutta l'Ucraina attraverso un compromesso con l'Occidente che la renda federale e neutrale. L'annessione di fatto di qualche regione è solo un second best. La Crimea è stato un caso a parte, il risarcimento veloce e il premio di consolazione per la perdita d'influenza sul resto del paese.

Per ottenere un compromesso accettabile Putin ha dimostrato di essere in grado di destabilizzare a lungo l'est e il sud dell'Ucraina e di infliggerle danni gravi. Ora che tutti l'hanno capito vuole sedersi e trattare sul serio, non come

è stato fatto finora. Le manovre di destabilizzazione verranno tenute di riserva e serviranno come strumento di pressione. Saranno però tattica, non strategia.

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.