

Kairos Partners SGR: «Si aprono grandi opportunità»

fondiesicav.it/kairos-partners-sgr-si-aprono-grandi-opportunita

15 settembre 2022



Rocco Bove, head of fixed income di Kairos Partners Sgr, partecipa al Focus Bond.

L'inflazione ancora elevata e il rallentamento economico sono grandi incognite per il mercato obbligazionario. Che cosa ne pensa?

«Ci sono tre grandi fattori che guidano attualmente i mercati: il ciclo economico in rallentamento, l'inflazione al rialzo e le banche centrali che dovrebbero fare da arbitro. L'incontro di Jackson Hole ha ribadito l'urgenza che gli istituti di emissione intervengano a contrastare l'ascesa dell'inflazione con molta determinazione, senza strizzare l'occhio alla crescita. Ora, teoricamente, come insegnano i libri di testo, un'economia in via di indebolimento dovrebbe calmierare l'inflazione, ma al suo interno ci sono dinamiche strutturali legate alla rigidità dell'offerta, come, ad esempio, quelle collegate alla crisi energetica e altre più legate alle dinamiche della domanda e quindi più cicliche. L'equilibrio è quindi difficile da raggiungere, così come è stato dimostrato dall'attesa mancata discesa dei prezzi al consumo: l'inflazione oggi non si presenta più come un fenomeno transitorio. La conseguenza di ciò è che il mercato guarda con preoccupazione a questa evoluzione: ciclo economico con il fiato corto e inflazione che rimane elevata. Un peso consistente, all'interno di tale dinamica, è l'input costo energetico, con ricadute negative sui margini aziendali. È questo il contesto all'interno del quale vanno ricercate le ragioni della profonda correzione del mercato obbligazionario da inizio anno, seppure

tenendo in considerazione le differenziazioni all'interno delle aree geografiche, con L'Europa che, rispetto agli Stati Uniti, risulta più vulnerabile da un punto di vista economico».

Ritiene che il prolungato Qe abbia una responsabilità nella situazione attuale?

«Abbiamo vissuto un periodo eccezionale, soprattutto durante la pandemia, dove sono stati compiuti sforzi significativi da parte di tutte le istituzioni coinvolte. Ciò ha provocato un sentire comune secondo il quale questo enorme dispiego di forze e risorse avrebbe generato effetti collaterali, ma difficili da quantificare. Si è venuti da 10 anni e oltre di lotta nei confronti di un fenomeno esattamente opposto all'attuale: la deflazione. Direi che oggi stiamo pagando pegno, ma è difficile affrontare questo tema con valutazioni che possano essere oggettive, soprattutto perché l'argomentazione contiene in sé le risultanze di ciò che è poi avvenuto. Se però ci fosse spazio per fare una recriminazione, si potrebbe forse affermare che, nella seconda metà del 2021, si sarebbe potuto in qualche modo intervenire, visto che c'erano già i segnali di surriscaldamento dell'economia. Ma la mia rimane una mera speculazione di carattere intellettuale. Probabilmente, la reiterata retorica della Fed che parlava di un'inflazione che sarebbe stata transitoria appare come un errore voluto, la decisione di peccare per eccesso di zelo. Oggi le banche centrali hanno deciso di cambiare volto e di intervenire in direzione opposta alla precedente. Dopo avere stracoccolato i mercati finanziari per anni, ora sono obbligate a rincorrerli. In altre parole, la "Fed put" non c'è più. Potrà forse succedere che tra sei mesi l'inflazione possa iniziare a scendere, ma per il momento non è stato ancora toccato il massimo. Solo quando quest'ultimo sarà superato, le banche centrali potranno riprendere le politiche degli anni passati. Da questo punto di vista, la nostra strategia di investimento, dopo essere stati corti di duration per tutto il 2020 e 2021, è allungare un po' la nostra esposizione alle scadenze 3-5 anni».

Non trova, però, che rimane il dubbio, nel contesto attuale, che agire sulla domanda possa calmierare i prezzi?

«Un po' c'è l'illusione che ciò avvenga, ma la domanda può essere controllata sino a un certo punto, visto che si è di fronte a una inelasticità dei prezzi e occorrerebbe un forte controllo per stabilizzare la situazione, che potrebbe portare a un "hard landing", ma non è il nostro scenario principale. Noi ci attendiamo una "mild recession" negli Usa e una più marcata in Europa, tenendo conto della possibilità che vengano date risposte in campo energetico. È difficile per me dire se questo scenario sia stato completamente prezzato dal mercato, ma ritengo che ci sia già stata un'importante correzione dei corsi».

Inoltre, non ritiene che il movimento al rialzo dei prezzi sia partito prima dell'invasione dell'Ucraina da parte dell'esercito russo?

«La dinamica inflativa è partita prima del conflitto in Ucraina e, per quanto riguarda la componente energetica, non vedo possibilità di intervenire sul lato della domanda. Ciò che invece mi piacerebbe pensare è che l'attuale crisi energetica possa, a tendere, segnare

la strada verso la realizzazione di un bilancio comune europeo, quindi con un debito pubblico europeo. Sinora si sono viste emissioni di debito comune di scopo, come è avvenuto nel caso della pandemia. Ciò potrebbe succedere anche per la questione energetica, irrobustendo così una modalità di intervento da parte di Bruxelles che, alla fine, inizi a gettare le basi per la realizzazione di un bilancio comune nell'Unione».

Pensate che in alcune aree dei corporate gli spread siano già sufficientemente ampi?

«Abbiamo assistito, sui mercati, prima a un repricing sul lato dei tassi e poi, in seconda battuta, su quello dello spread, colpendo in mondo indistinto, sia la parte Ig, sia quella Hy. Direi che, anche se non si deve generalizzare, la prima sconta già molto, avendo perso tanto quanto quella Hy, più sensibile al ciclo economico. Inoltre, il rallentamento porterà a un aumento dei default rate in questo secondo comparto. Per questa ragione è necessario essere molto selettivi. Durante il Qe, gli investitori, alla ricerca di rendimento, guardavano a scadenze lunghe e qualità bassa, perché il ciclo economico era al rialzo. Oggi, l'approccio dell'investitore deve essere diverso, perché, dopo la correzione e nella congiuntura corrente, si aprono grandi opportunità».

Vede la possibilità di una nuova crisi finanziaria?

«Non intravedo questo rischio, perché gran parte del credito è stato disintermediato dalle banche, che hanno bilanci più solidi rispetto alla crisi precedente. Un rallentamento economico non è foriero di una crisi finanziaria. Ciononostante, c'è stato un riprezzamento così violento che potrebbe mettere in crisi alcune aziende sane, che devono operare e sopravvivere al forte aumento dei costi energetici. È vero che anche il debito pubblico è aumentato, ma non sarei molto preoccupato in merito, soprattutto se si discerne, per parafrasare il discorso di due anni fa al Meeting 2020 di Rimini di Mario Draghi, tra debito buono e debito cattivo».

Vede più opportunità o rischi nel mercato obbligazionario Em?

«Innanzitutto una precisazione. Quando si parla di mercati emergenti si fa riferimento a un'asset class al suo interno molto variegata e disomogenea. Non si è di fronte a un monolite e la generalizzazione, spesso, risulta inopportuna e fuorviante. Detto ciò, i paesi emergenti possono essere suddivisi in due grandi gruppi per una percentuale del 50% per ciascuno: coloro che importano materie prime e coloro che le esportano. Fatto questo distinguo, si è di fronte a un universo con un rischio credito e uno geopolitico ancora maggiore. Inoltre, in linea di massima, la duration media è elevata. Per tale ragione rimaniamo al momento cauti nei confronti di questo mercato».

La politica monetaria della PboC sta andando in direzione opposta a quella delle maggiori banche centrali. Ritiene la Cina interessante?

«Sì, ritengo la Cina interessante in un'ottica di investimento, ma non la faccio rientrare nei paesi emergenti. Per noi, sia da un punto di vista azionario, sia obbligazionario, fa storia a sé».