

IL SASSOLINO

20 giugno 2013

Granelli di sabbia nel motore, per adesso niente di più

Parliamo del tapering, perché non si parla d'altro e perché da qualche tempo sembra che l'universo ruoti intorno a questa questione. Per chi avesse vissuto nelle ultime settimane senza corrente elettrica e senza Internet, come gli abitanti di Chicago nella serie televisiva *Revolution* (non ancora arrivata in

Italia), il tapering è la riduzione degli acquisti mensili di titoli da parte della Fed, lo zucchero-adrenalina-eroina (i giudizi divergono) che viene immesso dal 2009, in dosi sempre più massicce, nelle vene del sistema finanziario americano e che da qui si riversa nel mondo intero.

Bernanke ci tiene a distinguere il tapering da un aumento dei tassi. Il primo è come il sollevare delicatamente (e solo in parte) il piede dall'acceleratore di una macchina che ha ormai preso velocità, il secondo equivale invece a un colpo di freno. Con questa immagine Bernanke cerca di trasmettere l'idea di una Fed che sta ancora sostenendo molto attivamente la



Damien Hirst davanti a uno dei suoi 1365 spot painting ufficialmente riconosciuti.

crescita e che vede come lontana, molto lontana, la sola ipotesi di un rialzo dei Fed Funds.

Si noti che, mentre i mercati stanno posizionandosi in vista di un ciclo di rialzo dei tassi lungo, duro e imminente, la dottrina ufficiale della Fed non considera scontato nemmeno il tapering e ipotizza addirittura, in caso di bisogno, un aumento della dose di stimolanti. Il tapering, come Bernanke ha ripetuto fino alla nausea, ci sarà solo se tutto andrà meravigliosamente bene e inizierà solo alla fine di quest'anno.



Gli spot painting di Damien Hirst sono stati scambiati tra i 2 e i 4 milioni di dollari.

I mercati non sembrano nemmeno avere prestato attenzione al fatto che lunedì Obama ha molto ruvidamente licenziato Bernanke, il cui mandato in scadenza nelle prime settimane del 2014, ha detto il presidente, non verrà rinnovato. I tempi e i modi irrituali dell'allontanamento non possono non fare pensare a una Casa Bianca che vuole fare sapere fin da ora che ci sarà una

persona di assoluta fiducia a gestire l'accelerazione attesa l'anno prossimo nell'economia con una politica monetaria ancora ultraespansiva. Chi prenderà il posto di Bernanke (la Yellen o Summers) sarà certamente più colomba di lui e dovrà garantire a Obama di fare coincidere la fine della sua presidenza con una ripresa forte dell'occupazione. Obama lavora ormai per i libri di storia (ha un ufficio apposta dedicato alla legacy).

Se Obama vuole la gloria duratura, i repubblicani cercano ovviamente di negargliela. Rick Santelli (Cnbc con simpatie Tea Party) fa una tirata violentissima (è su YouTube e merita) contro Bernanke, chiedendo di che cosa abbia ancora paura e che cosa lo trattienga dal dichiarare terminata l'esperienza del Qe e guarita un'economia che fra poco scoppierà di salute. Sulla stessa lunghezza d'onda, anche se con toni più calmi, i grandi vecchi Greenspan e Feldstein.

È però interessante notare che i repubblicani nel Fomc, che pure cercano di boicottare il Qe, non sono tutti d'accordo con la linea della normalizzazione accelerata. James Bullard, capo della Fed di St. Louis di lunga tradizione monetarista, chiede addirittura più Qe, perché l'inflazione sta scendendo troppo.

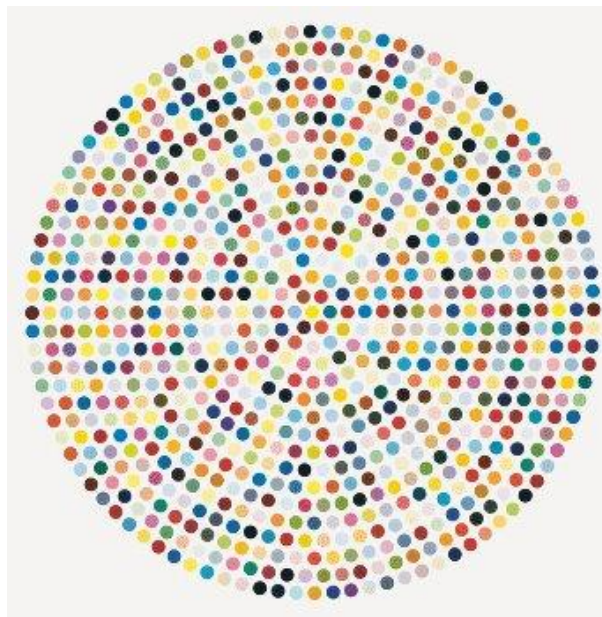
Questi sono gli strani tempi in cui ci troviamo a vivere. I democratici moderati e i repubblicani moderati sono in fondo d'accordo sul tapering e discutono solo su quanto velocemente smantellare il Qe. La sinistra e i monetaristi chiedono invece più Qe, la prima perché ci sono ancora troppi disoccupati e i secondi perché c'è troppo poca inflazione.

Il povero Bernanke deve guardare con un occhio all'inflazione troppo bassa, con un altro a un'economia ancora tiepida ma con prospettive di accelerazione e con un terzo a mercati finanziari già surriscaldati da quattro anni di rialzi obbligazionari e azionari. Deve cominciare a girare il transatlantico della politica monetaria senza però provocare un bear market rovinoso dei bond che sarebbe paradossale con l'inflazione ai minimi degli ultimi 50 anni. Deve mettere d'accordo i signori del Fomc, tutti molto educati ma anche in contrasto tra di loro. E da lunedì deve cominciare a trovarsi un nuovo lavoro.

Sceglie quindi, Bernanke, di gettare un sassolino (sotto forma di tapering) nella sala macchine del transatlantico della politica monetaria. L'obiettivo non è quello di avviare il crollo dell'obbligazionario globale ma quello molto più modesto di bloccare e fare un poco scendere la schiuma che stava facendo lievitare sempre più in fretta i bond di ogni ordine e grado. Per poi fermarsi fino a fine anno e stare a vedere. Niente di più, per adesso.

Con la sua reazione malmostosa e spaventata, il mercato dimostra di preferire il paradiso artificiale del Qe alla bella realtà che si profila per l'anno prossimo. È una tipica reazione da tossicodipendente. Agli occhi del medico, è la conferma della necessità di avviarlo il prima possibile su un percorso di disintossicazione.

La reazione del mercato è confusa e scomposta anche per il posizionamento dei portafogli venutosi a creare nei mesi scorsi, in particolare nell'obbligazionario. La ricerca disperata e umiliante di rendimenti anche miserabili ha spinto all'accaparramento di bond di tutti i tipi con una particolare attenzione, negli ultimi tempi, verso gli emergenti.



Damien Hirst. Zirconyl Chloride. 2008.

Purtroppo si dà il caso che alcuni degli emergenti si stiano facendo cogliere in una fase opaca proprio nel momento di mercato peggiore. La Russia cresce sempre più piano, anche grazie alle rinazionalizzazioni striscianti di Putin. Il Venezuela è nel caos abituale ma senza il carisma di Chavez. La Turchia attraversa un momento delicato, anche se i suoi problemi sono probabilmente sopravvalutati dagli osservatori esterni. In Brasile la gestione pasticciona della Rousseff aggrava il rallentamento della crescita senza bilanciarlo con la capacità di creare consenso che aveva Lula. Sullo sfondo, naturalmente, c'è la grande incognita di una Cina a metà del guado nel suo processo di ridefinizione dei fattori di crescita.

I bond (e le borse) emergenti soffrono dunque più di tutti e sarà bene attendere ancora qualche settimana prima di approfittare delle opportunità già adesso visibili. Il resto del mercato obbligazionario comincia per fortuna a essere selettivo. Un Bill Gross contrarian è addirittura compratore di Treasuries decennali per giocare un rimbalzo tra estate e autunno.

Anche la periferia europea, nel complesso, tiene discretamente. La fine della caduta delle economie mediterranee è più vicina. La normalizzazione porterà nei prossimi mesi a qualche flusso di portafoglio sull'euro. Questo

non significa che ci si debba precipitare a vendere dollari. L'America ha prospettive di medio-lungo termine molto migliori.



Damien Hirst. Dotted Vipp Bins. Astrup Fearnley Museum. Oslo.

Sul Giappone abbiamo visto prima la riscoperta folgorante della sua esistenza da parte di un mondo che l'aveva dimenticato e poi la delusione cocente per qualche esitazione

nell'implementazione dell'Abenomics. Ora si profila una fase più equilibrata in cui, senza gli eccessi dei mesi scorsi, lo

yen tornerà a indebolirsi e il Nikkei riprenderà colore. Il fatto che i dati macro giapponesi siano tornati a essere più significativi di quelli cinesi completa la grande restaurazione dell'ordine mondiale precedente la globalizzazione. Gli emergenti tornano periferia del mondo. In parte è solo un effetto ottico, dovuto al fatto che i nostri soldi ritornano a casa e alimentano la performance relativamente migliore dei nostri mercati obbligazionari e

azionari. In parte è però innegabile che il modello di crescita di molti emergenti vada ripensato.

I problemi strutturali dei paesi sviluppati ci sono ancora tutti, ma è indubbio che il dopocrisi stia avviandosi alla conclusione. Dal 2009 a oggi abbiamo avuto costantemente il timore, per non dire il terrore, di ricadere nella malattia. Da qui in avanti avremo i problemi di chi è sano.

Chi è malato viene accudito, coccolato, viziato e perfino drogato di anestetici e stimolanti. Da chi è sano ci si aspetta che lavori e che dia agli altri. Essere sane, per le economie, implica convivere con il rischio costante di un aumento dei tassi, soprattutto se si parte da livelli anormalmente bassi. È la vita.

Messi di fronte alla scelta tra salute e malattia quasi tutti sceglierebbero la prima. I mercati azionari, dopo qualche mese laterale passato a disintossicarsi, scopriranno nei prossimi due anni che essere sani è meglio che vivere impasticcati.

Quanto ai bond, bisogna evitare due cose. La prima è la ritirata precipitosa nel cash in un momento, questo, non particolarmente favorevole. La seconda è l'inazione e la rassegnazione a lasciarsi rosicchiare da un ribasso lento ma alla lunga insidioso. A regime sarà bene avere, entro qualche mese, solo titoli con una durata inferiore ai cinque anni. Quello che va oltre andrà venduto sui rimbalzi, che non mancheranno.

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.