



Contagio

10 Luglio 2011

Faccio circolare questa nota a seguito dell'andamento dei mercati finanziari negli ultimi giorni ed in particolare degli eventi sui mercati azionari e dei titoli di stato italiani nella giornata di venerdì 8 u.s.

I giornali italiani del week end riportano ampiamente sia gli eventi sia varie analisi di quanto accaduto, con approfondimenti di tipo tecnico (differenziali di spread, derivati, vendite allo scoperto, piattaforme di trading, agenzie di rating, ruolo delle aspettative, ecc.) tutto sommato adeguati e persino sorprendenti se si considera che sono destinati ad un pubblico di non esperti.

Questo mi consente di non dilungarmi più di tanto su quanto accaduto ed andare dritto al punto, ossia come affrontare il prossimo futuro sui mercati finanziari e che indicazioni dare alla clientela che si attende da noi una *leadership* in una situazione di stress e volatilità.

Il problema, per come la vediamo noi, nasce principalmente dal fatto che tre paesi dell'area dell'euro non hanno accesso al mercato del debito ed i rispettivi titoli trattano, sul mercato secondario, a forte sconto rispetto al valore facciale. Ciò avviene nonostante il fatto che tali paesi siano in grado per il momento di pagare gli interessi e di rimborsare integralmente i debiti in scadenza (anche grazie ai prestiti ricevuti da entità sovranazionali). I titoli decennali di Grecia, Irlanda e Portogallo hanno un prezzo rispettivamente di 55, 60 e 53 e un rendimento a scadenza del 16%, 12,5% e 12,4%. Per quanto riguarda i quinquennali le cifre sono rispettivamente 52 (19,5%), 68,5 (14%) e 70,3 (16%).

I rendimenti offerti da questi titoli sul mercato secondario pertanto rappresentano sia un potenziale *benchmark* per i titoli di altri paesi aderenti all'euro, sia un indicatore della precarietà dell'intera costruzione della moneta unica. In altre parole, i prezzi del debito di questi paesi in crisi ormai conclamata possono rappresentare una attrazione al ribasso (il contagio, appunto) per i titoli di altri paesi che disgraziatamente dovessero essere, nella percezione dei mercati, assimilati ad essi. Infatti, per quale motivo investire in decennali italiani (prezzo 96,50, rendimento 5,27%) o spagnoli (98,75, 5,67%) quando altri paesi dell'area dell'euro, pur escludendo la Grecia, offrono oltre il doppio in termini di rendimento – per non parlare del margine di sicurezza offerto, in caso di insolvenza, dall'acquistare ad un prezzo molto più basso del valore facciale?

Chiaramente le situazioni dei diversi paesi non sono direttamente paragonabili. L'Italia non è il Portogallo, per svariate ragioni, più volte evidenziate in molte sedi. Ma neppure può dirsi che quest'ultimo sia in una situazione di insostenibilità, con un rapporto debito/Pil poco sopra il 90%, non troppo diverso da quello di Francia e Germania (Italia 119%). Semplicemente non ha accesso al mercato e non c'è domanda per i suoi titoli sul mercato secondario. Probabilmente il Portogallo non farà *default*, grazie alle proprie forze o con l'aiuto esterno. Eppure i suoi titoli con scadenza 15 aprile 2021 son là, per chi li vuole, cedola annua 3,85%, prezzo 53.

Troviamo del tutto straordinario che i maggiori paesi dell'euro, Germania in primis, possano tollerare una situazione simile. Che non si offra una soluzione definitiva ad un problema che, per ora, ha proporzioni gestibili – i tre paesi citati complessivamente rappresentano poco più del 6% dell'economia dell'area dell'euro.

Il perché un paese (o una istituzione finanziaria) tendenzialmente solvente possa venirsi a trovare in tale situazione non sempre è spiegabile con l'oggettività dei numeri. Entrano in gioco le percezioni dei mercati ed anche i comportamenti imitativi. In un progetto come quello dell'euro che è economico ma soprattutto politico i comportamenti della politica contano. E purtroppo la Germania e la Francia, l'asse portante del progetto, non danno un segnale di comunione di intenti. Per non parlare della politica interna degli altri paesi partecipanti.

Come si spiega il venerdì nero dell'Italia? Come si potrebbe scivolare, nella percezione dei mercati, da paese "non periferico" a paese meno affidabile, dal futuro più incerto, più imprevedibile, insomma, più simile al Portogallo che all'Austria? Sia nella stampa domestica che in quella internazionale abbondano le interpretazioni tendenziose, le maliziose distorsioni, le analisi pretestuose. Ma a poco varrebbero di fronte a comportamenti coerenti e scelte coraggiose da parte della classe politica.

Da più parti si chiama anche in causa la "speculazione". Ma noi giungiamo alle conclusioni di cui sotto e investiamo come investiamo non perché speculatori di professione (sebbene non usiamo il termine in senso spregiativo) ma come investitori e come fiduciari di piccoli e grandi risparmiatori, chiamati a fare scelte di investimento, a valutare le opportunità le une relativamente alle altre ed agire di conseguenza.

Pertanto, fatte le nostre analisi e valutazioni, oggi possiamo affermare che **il rischio sul mercato dei titoli di stato italiani è asimmetrico**. Mentre una normalizzazione della situazione potrebbe portare ad un recupero - in termini di prezzi - di circa 3 punti percentuali sui decennali, di 2 punti sui quinquennali e sui CCT e di 1 punto sui biennali, il realizzarsi di uno scenario "portoghese" (ossia stessi rendimenti dei titoli del Portogallo) indica una possibilità di perdite in conto capitale di circa 38 punti percentuali sui decennali, di 36 punti sui quinquennali e di 19 punti sui biennali. I prezzi dei CCT lunghi seguirebbero l'andamento dei BTP a media/lunga scadenza.

Senza arrivare ad una ipotesi così estrema, anche un rialzo dei rendimenti della metà rispetto allo scenario precedente, porta a conclusioni abbastanza buie per quegli investitori che senza diversificare sono investiti interamente in BTP e CCT a medio/lungo termine. Infatti le perdite in conto capitale per i BTP sarebbero rispettivamente di 22, 21 e 10 punti percentuali. Idem come sopra per i CCT lunghi.

In tale situazione di rischio asimmetrico **raccomandiamo di uscire dai titoli di stato italiani**, in attesa di sviluppi. Si potrà rientrare eventualmente al realizzarsi di uno dei seguenti eventi:

1. I prezzi dei BTP crollano, ad esempio sui livelli del precedente paragrafo;
2. I prezzi dei titoli di stato portoghesi ed irlandesi recuperano sostanzialmente, autonomamente o a seguito di un riuscito piano di stabilizzazione europeo;
3. L'Italia prende misure eccezionali in via unilaterale per migliorare la propria situazione debitoria (es.: pareggio di bilancio non nel 2014 ma nel 2012).

In questa strana tabella dei rendimenti dell'area dell'euro, che per i decennali spazia dal 2,8% della Germania al 16% della Grecia, Italia e Spagna rappresentano, a nostro avviso, la parte più vulnerabile, in un certo senso, più anomala. Se non vivessimo nell'era post-moderna, Italia e Spagna dovrebbero annettersi il Portogallo, spartirsi le sue risorse e la sua base imponibile ed al tempo stesso farsi carico del suo intero debito pubblico. In termini più realizzabili ai nostri giorni, Italia e Spagna – stante la titubanza di Francia e Germania nell'affrontare in modo definitivo il problema del debito dei tre piccoli paesi periferici – farebbero meglio a garantire congiuntamente l'intero debito portoghese (circa 160 miliardi di euro) che rappresenta appena il 6% della somma

dei due rispettivi debiti pubblici, piuttosto che lasciare che i propri titoli subiscano l'attrazione al ribasso (il contagio!) dei titoli portoghesi.

A nostro avviso **il rischio dei BTP a medio/lungo termine eccede anche quello di investire in azioni**, persino sull'indice FTSE-MIB. Chi volesse pertanto non ridurre il proprio profilo di rischio/rendimento potrebbe alternativemente investire sul mercato azionario italiano. Si noti la recente correlazione positiva tra i due mercati.

Un altro *trade* a nostro avviso attraente è di uscire dai BTP per posizionarsi sui corrispondenti titoli irlandesi e portoghesi – ma questo tipo di operazione non è consigliabile alla clientela privata per le ovvie difficoltà di esecuzione sui mercati da parte di operatori non professionali.

Investire in titoli "sicuri" come i Bund tedeschi è una operazione ovvia ma il sacrificio in termini di rendimento è da tenersi in considerazione. Riteniamo sub-ottimale questa scelta in quanto a senso unico, senza *upside*, ossia vincente solo in caso di sviluppi negativi. Infatti già le quotazioni dei Bund incorporano un premio per la percepita qualità – premio che potenzialmente potrebbe venir meno – ed i rendimenti correnti (tra 1,5% e 2,8% circa) non offrono sufficiente margine. Rimane sempre la liquidità, ma, come sopra, la scelta è costosa in termini di rendimento.

La nostra posizione storicamente pro-euro e pro-UE (si veda anche il mio articolo sul debito greco, sul nostro sito Internet) non può esimerci dall'evidenziare che **i titoli di stato italiani e spagnoli presentano nell'attuale situazione il peggior profilo rischio/rendimento** nell'area dell'euro e vanno perciò evitati.

I peggiori scenari sopra delineati appartengono comunque al campo delle ipotesi e delle eventualità. Spero di sbagliarmi.



Alessandro Ceccaroni

P.S.

Per quanto riguarda i fondi comuni da noi gestiti – in particolare i fondi flessibili AGORAFLEX e AGORA VALORE PROTETTO – la scelta di non investire in titoli di stato italiani e spagnoli è stata fatta da tempo (se si escludono i CTZ molto corti per l'impiego della liquidità).

I portafogli sono opportunisticamente esposti verso titoli irlandesi (banche) e portoghesi (banche e titoli di stato) a prezzi *mark-to-market* oltremodo a sconto:

- a) 70% del nominale per i titoli bancari irlandesi, scadenza 2015 con addizionale garanzia statale (rendimento 15,3%);
- b) 69% del nominale per i titoli bancari portoghesi, scadenza 2014 (rendimento Euribor + 13,5%);
- c) 56% del nominale per i titoli di stato portoghesi, scadenza 2019 (rendimento 14,3%).

La parte rimanente del portafoglio è in Bunds a 2 anni e titoli bancari italiani senior a 2 anni.

Zero esposizione ai mercati azionari (inoltre gli ultimi dati USA, a dir poco disastrosi, fanno ipotizzare una correzione sui mercati azionari globali) in quanto si ritiene più interessante utilizzare i margini di rischio disponibili sui mercati obbligazionari.

Riteniamo pertanto di aver compiuto una scelta che privilegia le opportunità e gli elevati rendimenti disponibili sui mercati - evitando al contempo i maggiori rischi che, come sopra evidenziato, non necessariamente risiedono nei luoghi più ovvi – piuttosto che rassegnarci ai magri rendimenti di liquidità e Bunds.

La performance 2011 dei suddetti fondi è intorno al punto di pareggio, anche dopo i recenti eventi negativi.