

ASSET GLOBALI Gli istituzionali hanno comprato a man bassa il bond argentino a 100 anni e anche quello della Russia a 30 anni. L'economia globale consente ancora di prendere rischi ben ripagati? Intanto è meglio evitare Sudafrica, Turchia e Venezuela

Trappole esotiche

di Giuliano Castagneto

Dall'inizio del 2017 si è instaurato sui mercati finanziari un clima quasi euforico per le asset class più rischiose, soprattutto azioni e mercati emergenti. I dati lo mostrano chiaramente. A Wall Street da inizio gennaio l'indice S&P 500 ha guadagnato l'8,9% e il Dow Jones l'8%, e quasi ogni



Mauricio Macri

giorno è record storico. Nello stesso periodo in Europa l'indice Dax di Francoforte ha guadagnato l'11,3%, e a Milano il Ftse Mib è progredito del 9,6% malgrado i problemi che affliggono il settore bancario, quello che pesa di più sulla borsa milanese. Intanto sono proseguiti copiosi gli investimenti nelle borse emergenti. Ciò ha consentito all'Etf sull'indice Msci Emerging Markets di iShares di guadagnare più del 18% negli ultimi 6 mesi. E le obbligazioni non sono state a guardare. Tanto che gli afflussi di capitali verso i soli Etf che investono sui bond dei mercati emergenti hanno raggiunto i 12,6 miliardi di dollari, contro i 10,9 miliardi dello stesso periodo del 2016. Tutti a caccia di rendimenti più appetibili dei modesti ritorni offerti dalle aree più sviluppate, e attirati dalla crescita dei prezzi delle materie prime nonché dalla debolezza del dollaro nonostante i rialzi dei tassi della Fed (l'euro ha guadagnato il 6,2% da inizio anno sul biglietto verde). Ciò spiega perché «in gran parte tali investimenti sono in valuta locale, una novità rispetto al recente passato» spiega Nizam Hamid, strategist di WisdomTree, tra i principali emittenti di fondi indice.

Tale clima ha portato due Paesi non proprio sinonimo di stabilità finanziaria, Argentina e Russia, a lanciarsi in operazioni piuttosto ardite come l'emissione rispettivamente di un bond a 100 anni in dollari, 2,5 miliardi di euro a

I PEGGIORI PERFORMER DEL MONDO NEL 2017

Variazione % 2017*

● Micex - Mosca	-16,69	● Real Brasiliano	-7,7
● Industrials - Johannesburg	-8,69	● Peso Philippine	-7,1
● Shenzhen Se Composite	-5,40	● Dollaro Hong Kong	-6,2
● Shanghai SE B Share	-5,38	● Dollaro Usa	-5,6
● Dubai Fmg Index	-3,64	● Nuova Lira Turca	-5,6
● Tel Aviv 25	-2,21	● Rupiah Indonesia	-4,8
● S&P Tse 300 - Toronto	-0,44	● Dollaro Canadese	-4,5
● Tse 60 - Toronto	-0,41	● Corona Norvegese	-4,2
● Shenzhen B Share Idx	-0,19	● Yuan Cina	-4,1
● All Ordinaries - Sydney	0,41	● Rublo Russia	-3,7

*Dati alla chiusura del 23 giugno 2017

GRAFICA MF-MILANO FINANZA

TITOLI DI STATO PAESI EMERGENTI E EUROZONA

Variazione % del rendimento nel 2017

● Argentina	18,46	● Olanda	27,64
● Cina	16,02	● Germania	22,64
● Israele	3,38	● Austria	20,07
● India	-0,84	● Belgio	12,34
● Pakistan	-4,11	● Italia	5,56
● Sudafrica	-4,5	● Spagna	-0,19
● Brasile	-6,15	● Slovacchia	-5,26
● Russia	-7,02	● Finlandia	-9,72
● Turchia	-8,52	● Irlanda	-10,94
● Messico	-9,04	● Francia	-11,49

*Dati al 23/06/2017 - titoli a 10 anni - Aumento del rendimento indica aumento del rischio

un rendimento del 7,9%, e una di analogo importo a 10 e 30 anni, sempre in dollari, con rendimenti tra il 4,25 e il 5,25%. Il tango bond sottoscritto, malgrado l'aumento del 18% dei rendimenti a 10 anni come riportato in tabella, ha registrato richieste superiori a tre volte l'importo offerto, mentre il secondo, da 3 miliardi di dollari, è stato comprato per l'85% da investitori stranieri, stando al ministero russo delle Finanze.

C'è da fidarsi di tanto ottimismo? Spesso l'euforia in finanza è una pessima consigliera e quasi sempre la corsa all'investimento rischioso è stata preludio di disastri. Tra l'altro la scorsa settimana il Fmi si è preparato a intervenire d'urgenza a sostegno alle valute emergenti che doves-

sero andare in difficoltà a seguito dell'aumento dei tassi negli Stati Uniti, il che, unito al dietrofront dei prezzi del petrolio, non fa presagire nulla di buono per i Paesi della categoria. Ma nel caso del Matusalem bond argentino, che rende il 5,2% più del Treasury trentennale, paradossalmente i rischi sono più di natura politica che finanziaria. Spiega un buon conoscitore della politica argentina, l'avvocato Nicola Stock, già a capo della Task Force che ha negoziato il risarcimento degli investitori italiani nei famigerati tango bond: «Il governo di Mauricio Macri si era reso conto che era necessario fare delle mosse in favore degli investitori in debito argentino (anche i fondi Usa, ndr), altrimenti l'Argenti-

na non avrebbe mai più avuto accesso ai mercati dei capitali. Ritengo che l'attuale esecutivo abbia una credibilità presso gli investitori molto maggiore di quelli guidati dai Kirchner e che si impegnerà a rispettare gli impegni presi, anche quelli a lungo termine». Il vero rischio in questo caso è un nuovo cambio della guardia alla guida del Paese, in cui le spinte populiste non si sono mai del tutto sopite. «Se tra qualche anno torna al potere un governo demagogico, è molto improbabile che si attenga al rigore finanziario». La conseguenza sarebbe un'oscillazione molto forte del prezzo del titolo, amplificata dalla lunghissima duration, che lo rende particolarmente inadatto a un piccolo investitore.

Anche nel caso del bond russo, l'offerta di un apprezzabile rendimento aggiuntivo richiede l'esposizione a rischi, dovuta al prezzo del petrolio, che di recente ha fatto dietrofront e ora galleggia intorno a 43 dollari (il Wti), riflettendosi anche sul listino di Mosca (si veda tabella in pagina). Ma gli investitori professionali, a differenza dei privati, sanno che i conti pubblici della Russia sono solidi, e quindi non hanno esitato a investire a lungo termine nel suo debito sovrano. Tuttavia, aggiunge Hamid, «più che a livello sovrano, i rischi sull'obbligazionario si annidano nei titoli emessi dalle aziende dei Paesi emergenti, su cui gli spread si sono ridotti molto. Ma alcune di esse, le cinesi per esempio, ora sono molto indebitate». BofA Merrill Lynch consiglia di stare lontani dai bond a lungo termine di alcuni Paesi legati al petrolio, come Gabon Bahrain e Oman, nonché da quelli emessi da Sudafrica, Turchia (per gli alti tassi di inflazione), e anche da Brasile, Colombia e soprattutto Venezuela. Tuttavia oggi «all'aumentare del rischio c'è sempre una contropartita in termini di rendimento», spiega un gestore. Quindi non esistono ancora vere e proprie bolle. «In generale oggi le varie asset class sono più o meno correttamente valutate. Solo alcuni sviluppi specifici, crescita più bassa o prezzo del petrolio, potrebbero innescare delle reazioni a catena sui mercati» spiega Luca Trabattini di Union Bancaire Privée. Ma bisogna avere chiaro come si svilupperebbero queste reazioni, cosa non facile per un privato. La conclusione è: alla larga da ciò che si conosce poco. (riproduzione riservata)

Tamburi: il mercato spiazza ogni regola

di Lucio Sironi

Il mercato cambia più velocemente delle regole che gli uomini pretendono di imporre. E da questa incongruenza possono derivare gravi danni per un portafoglio finanziario.

È una regola che emerge ragionando con Giovanni Tamburi, il banchiere d'affari fondatore di Tip, investitore esperto soprattutto in aziende italiane quotate e non, su un caso eclatante come quello dei bond secolari argentini, sottoscritti a grande richiesta grazie all'esca di un alto rendimento ma a dispetto della durata infinita e soprattutto della propensione al default dimostrata da Buenos Aires negli ultimi decenni. «Difficile spiegarsi come mai tanti investitori istituzionali facciano la fila per comprare bond con queste caratteristiche di rischio», osserva Tamburi. «In nome del rispetto di alcuni vincoli di portafoglio che loro stessi si erano dati, ho visto gestori e istituzioni commettere scelte aberranti. Un meccanismo decisionale che va messo in discussione». Meglio non porsi regole?



Giovanni Tamburi

«Non troppo rigide», prosegue il banker, «perché il rischio è ritrovarsi con le mani legate quando invece serve agire con rapidità. È chiaro poi che un gestore deve avere la sua visione, le sue preferenze. Tip per esempio si tiene a distanza da banche ed energia, settori che hanno attraversato fasi difficili. Ma anche in questi casi possono crearsi situazioni favorevoli, per esempio lo è stato il recente aumento di capitale di Unicredit, avvenuto a forte sconto». Quanto all'energia, al di là del momento di transizione tra fonti tradizionali come il petrolio e quelle rinnovabili, quello che non piace a Tamburi sono la attività regolamentate, dove l'intervento del regolatore può cambiare lo scenario: «preferisco puntare su bravi imprenditori». Investimenti sbagliati? «Stavamo perdendo molto su Hugo Boss, dopo aver comprato a quasi 110 euro per azione. Ma avevamo fiducia nel management e nel piano industriale, così abbiamo mediato comprando tra 40 e 50 euro. Tenendo conto anche dei buoni dividendi incassati, abbiamo raddrizzato la situazione». (riproduzione riservata)

sbagliati? «Stavamo perdendo molto su Hugo Boss, dopo aver comprato a quasi 110 euro per azione. Ma avevamo fiducia nel management e nel piano industriale, così abbiamo mediato comprando tra 40 e 50 euro. Tenendo conto anche dei buoni dividendi incassati, abbiamo raddrizzato la situazione». (riproduzione riservata)

Quotazioni, altre news e analisi su www.milanofinanza.it/investimenti