

EMU=EBU e la morte del BTP. Lunga vita all'Italia

Dott. Massimo Figna

Amministratore Delegato Tenax Capital Ltd., Londra

Il titolo è impegnativo e spero sia anche provocatorio ed esplicativo del messaggio che voglio dare.

Prima di iniziare vorrei parlarvi velocemente di TENAX e di cosa ha fatto negli ultimi 10 anni. Spiegherò cosa significa EMU=EBU e, infine, parlerò del concetto di lunga vita all'Italia che è rappresentato da una tesi concreta.

TENAX è una boutique che nasce con una forte specializzazione negli investimenti finanziari e come joint venture con il gruppo Generali. Ha 10 anni di track record, è definita stock pickers, cioè ci focalizziamo esclusivamente su società finanziarie. La filosofia con cui nasciamo è quella di ottenere rendimenti azionari con una volatilità pari a quella degli strumenti obbligazionari e con la protezione del capitale. Questi due principi, che sembrerebbero molto banali perché dovrebbero essere alla base di tutti gli investimenti, dieci anni fa non erano obiettivi che ci si poneva quando si facevano investimenti.

Il profilo di rischio del Flagship Hedge Fund che abbiamo gestito ha un ritorno annualizzato del 4% con una volatilità uguale a quella del bond, che abbiamo deliverato su 10 anni investendo solo in titoli finanziari.

EMU=EBU vuol dire che, a mio avviso, l'importanza dell'Unione Bancaria (che è una decisione politica e non di attori che operano sul mercato) è di pari importanza alla creazione dell'Euro. Con questa frase voglio dire che l'Unione Monetaria è stata fatta nel 1999, ma prima di creare l'Euro c'era stato il serpente monetario durato diversi anni. Durante questa fase il periodo dal 1992 al 1999 è stato molto turbolento e lo vediamo anche con la misurazione dello spread. Nel 1993 esce la Sterlina dal serpente monetario con la famosa speculazione di Soros, alla fine del 1995 la Lira italiana esce parzialmente per poi rientrare; insomma periodi molto complessi, ma nonostante questo nel 1999 si fa l'Euro con una decisione politica di tre principali padrini: Ciampi, Mitterrand e Kohl. Nel 2008 si arriva al default di Lehman. Prima del "whatever it takes" di Draghi passano 4 anni e arriviamo a quella che definisco aberrazione



CHI SIAMO



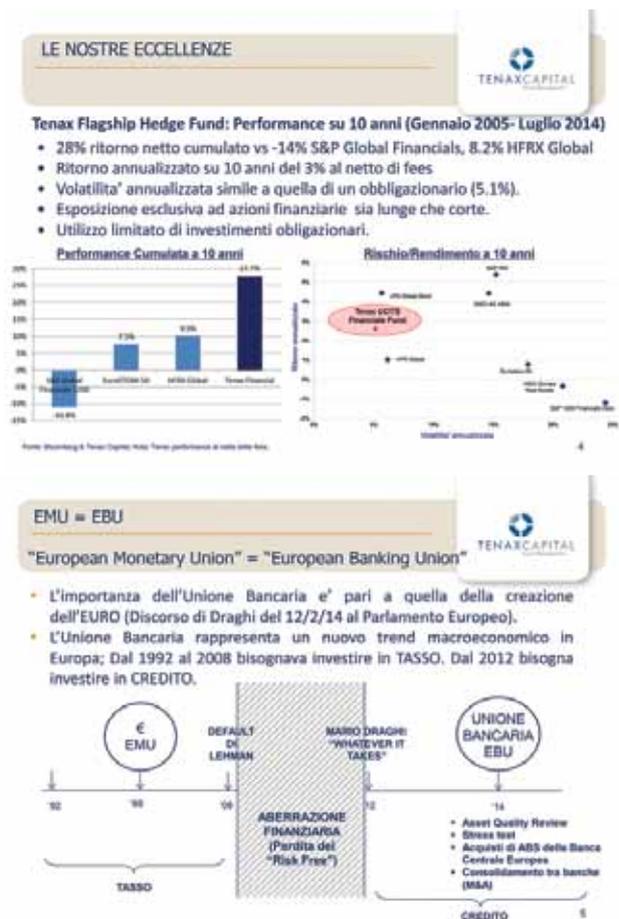
- Siamo una boutique specializzata in investimenti in azioni del settore finanziario a livello globale: Banche, Assicurazioni, Asset manager, Real Estate companies.
- Possediamo 10 anni di track record di successo.
- Siamo "stock pickers".
- La filosofia di gestione Tenax Capital è ottenere:
 - Rendimenti azionari con una volatilità simile all'obbligazionario
 - Protezione del capitale in fasi di discesa dei mercati azionari
- Il nostro flagship Hedge Fund ha correttamente anticipato la grande correzione del 2008 e ha sovraperformato l'indice globale degli hedge fund (HFR Global) su 10 anni.

3

finanziaria, cioè la perdita del risk free. Perdita del risk free significa la differenza negativa tra un'attività priva di rischio governativo e un'attività a rischio. Questa situazione si è verificata solo due volte in America, misurata da una chart molto famosa di Schiller, dal 1900 ad oggi, cioè durante la grande depressione negli anni Trenta. Vivendo su un sistema capitalistico basato sul Capital Asset Pricing Model, cioè le valutazioni delle aziende e delle società sono basate sul concetto di risk free, se viene meno quest'ultimo crolla tutto il sistema capitalistico su cui è stata creata la nostra società. Il "whatever it takes" fa ritornare il risk free. Il 4 novembre di quest'anno c'è la creazione dell'Unione Bancaria, che è un evento molto più rilevante di quanto percepiamo tuttora.

Per esempio, oggi in Italia un incaglio diventa tale dopo 90 giorni; in Francia sono 180 giorni. Non c'è una motivazione economica, è una regola che, per un piccolo artigiano o un piccolo imprenditore, di cui l'Italia è piena, è una differenza enorme tra fallire o no. Secondo esempio in Danimarca un mutuo pesa sul risk asset (capitale pesato delle banche) il 25%, mentre in Italia il 48%, e non c'è una ragione economica, ma è una regola. Tutte queste piccole differenze fanno sì che lo spread, di cui si accennava prima del costo che le aziende pagano sulle obbligazioni, non scende. Draghi, il 12 febbraio 2014, per sostenere l'approvazione dell'Unione Bancaria al Parlamento europeo, dice una cosa molto semplice, cioè non esiste Unione Monetaria senza integrazione finanziaria, che sostanzialmente è questo acronimo.

Vorrei porre alla vostra attenzione come è la composizione del BTP in questi anni. Il BTP a 10 anni è composto da 2 fattori, come si può osservare dall'immagine. A sinistra abbiamo il bund tedesco, in alto a destra c'è il BTP/bund; la somma dei due fa il

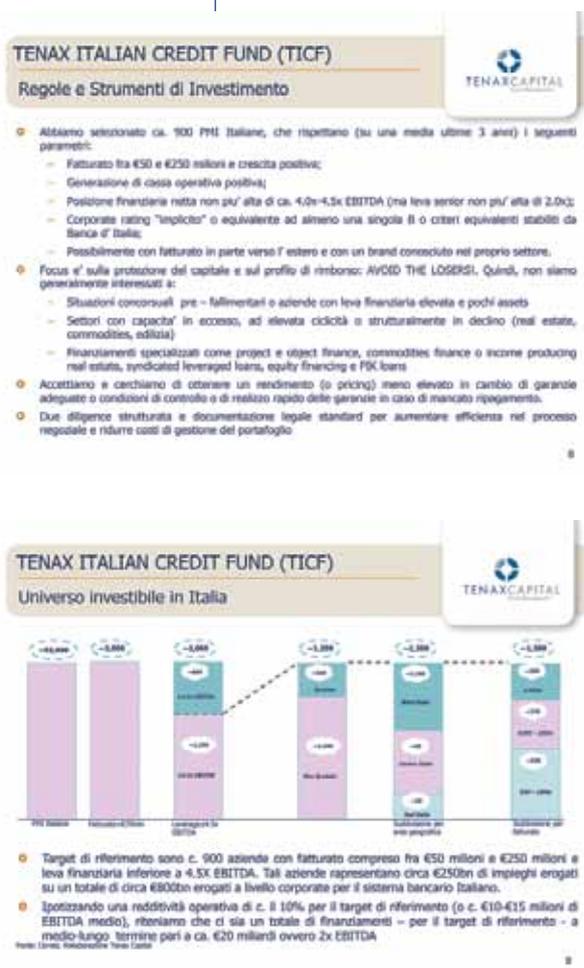


decennale del BTP. Il bund ha rotto la soglia dell'1% (1% per investire a 10 anni) ed è molto difficile ipotizzarne una crescita. In realtà volevo fare un'altra analisi, volevo parametrare la mia immagine allo spread nello stesso arco temporale dal 1992 ad oggi. La prima barretta nera la creazione dell'Euro; si può notare che lo spread dal 1992 fino all'introduzione dell'Euro ha raggiunto livelli pari a quelli che ha raggiunto in questa crisi, anche se nessuno se ne rendeva conto. Perché non era così rilevante? Primo perché era un discorso relativo, nel senso che se i tassi erano al 9% dei bund uno spread di 3/4 punti percentuali non ha l'importanza di quando il tasso è all'1% e lo spread è al 4/5. Lo spread è arrivato a 400/500 ed è sceso sotto i 50 basis point ed è rimasto fermo fino al default di Lehman (segnalato con la seconda barretta nera nel grafico). Il default di Lehman crea la perdita di risk free e poi arriviamo al "whatever it takes" di Draghi, lo spread raggiunge circa i 500 proprio come nel periodo di turbolenza quando la Lira stava per uscire dal serpente monetario. Il "whatever it takes" di Draghi è sostanzialmente una forte affermazione, ma soprattutto è politicamente sostenuto dalla Merkel che fa sì che le grandi istituzioni smettano di vendere i BTP (soprattutto quelle italiane) perché si rendono conto che l'Euro non si rompeva. La conclusione di tutto questo è, a mio avviso, se è vero che EMU=EBU, cioè se l'Unione Bancaria vale come l'Unione Monetaria, lo spread italiano arriverà sostanzialmente, in un certo arco di tempo, allo stesso livello dei 50 basis point. Ebbene, se arriviamo ai 50 basis point e se il bund, perché non ci sarà una grande inflazione, rimane intorno all'1%, vuol dire che il decennale del BTP andrà più o meno all'intorno dell'1,5. L'unica cosa che può negare questo aspetto è se ci sarà una vera e propria inflazione, però se c'è inflazione vuol dire che c'è un minimo di ripresa e comunque sia lo spread italiano scenderà. Se arriva la troika è possibile che ci sia un allargamento dello spread, però poi le compagnie italiane che crescono al 30% nel Vita prenderebbero quell'opportunità per comprarsi i BTP; presumo, quindi, che più o meno si arriverà a quell'intorno. Se il BTP a 10 anni è all'1,5 vuol dire che a 5 anni sta intorno a 50/60 basis point e ovviamente sono delle considerazioni importanti per capire anche tante altre cose. Per esempio se i fondi comuni italiani sono mezzo trilione di euro, il 70% di questi fondi comuni è investito in fondi obbligazionari che hanno come sottostante per l'80% BTP a 4 anni. Il fondo obbligazionario ha una



managent fee di 70/80 basis point; se il sottostante rende 60/70 basis point non si sa quanto possano rendere questi fondi. Questo è un problema, da un certo punto di vista, ma è anche una opportunità, quando dico lunga vita all'Italia intendo dire che il BTP misurato a 15 anni ha un profilo di rischio rendimento migliore secondo solo all'oro. La considerazione da fare è che, ovviamente, avendo in casa uno dei migliori assets al mondo è normale che non si va a cercare nient'altro. La provocazione del "lunga vita all'Italia" sta nel fatto che per poter drenare le risorse (quello che ha fatto finora il BTP) allocate all'economia reale, quindi finanziamenti alle PMI, bisogna che il BTP diventi poco attraente. Secondo me ci stiamo arrivando; ecco perché l'Unione Bancaria ha una rilevanza molto più importante di quella che noi percepiamo oggi, perché quando c'era stata l'introduzione dell'Euro uno vedeva la moneta diversa in tasca e quindi aveva la forte percezione del cambiamento; l'Unione Bancaria invece è un insieme di norme che un normale cittadino non sa, ma che in realtà ha una rilevanza enorme. Io trovo che oggi siamo un po' come eravamo nel 1996, quando la Lira stava per uscire dal serpente monetario e sembrava non entrasse nell'Euro.

Per 15 anni bisognava strategicamente investire in una sola assets class. Il macro trend era, dal 1992 al default di Lehman, andare lunghi di duration e di tasso. Con il "whatever it takes" di Draghi nasce un nuovo trend macro economico, cioè andare lunghi di credito, nel senso che si riesce ad avere un ritorno solo e soltanto prestando denaro. Il denaro si può prestare solo a tre soggetti: società private, società pubbliche e privati. Ma sostanzialmente un extra rendimento che veniva generato dal BTP a 4/5 anni lo si otterrà solo con il prestito, questo è così anche per il resto dell'Europa. Il problema dell'Italia è che è un paese banco e tasso centrico. Banco centrico perché ci sono 10mila abitanti per sportello bancario quando in Germania sono 20mila e in Inghilterra 30mila per sportello bancario. Tasso centrico perché gli utili delle società finanziarie italiane sono molto spostati sul tasso rispetto al resto dell'Europa. Per esempio la correlazione tra il titolo di Intesa Sanpaolo e l'Euribor a 3 mesi è del 90%, su 20 anni, questa correlazione scende all'80% tra le banche spagnole e l'Euribor e man mano che ci spostiamo verso il Nord Europa questa correlazione scende e arrivando ai paesi nordici si atesta tra il 25/30%. Per questo che l'Italia



viene definita banco centrica e tasso centrica, è un problema che va affrontato, però la discesa del rendimento del BTP è una grandissima opportunità.

La più grande anomalia italiana sta nel fatto che da un lato abbiamo un enorme utilizzo del BTP perché è un ottimo rischio rendimento e dall'altro abbiamo i prestiti bancari che per le PMI sono del 70% di emanazione bancaria (in Francia al 39%, in Germania al 45%, nell'area Euro il 50% e negli UK il 30%).

Il deleveraging bancario è un processo che vedrà le banche contrarsi costantemente.

Nel 2012 TENAX ha lanciato quello che oggi in Italia è il più grosso fondo di credito alle PMI con investimenti di compagnie di assicurazione europee ed entro la fine di quest'anno lanciamo questo secondo fondo che avrà degli strumenti analoghi a quello che abbiamo già fatto.

Abbiamo delle chiare idee su come il processo di merito verrà strutturato, quindi ci rivolgiamo a società, che sono circa 900 in Italia, che hanno un fatturato tra i 50 e i 250 milioni di euro. Una posizione finanziaria netta, quindi non più una leva di 4.0/4.5 di EBITDA.

In Italia ci sono circa 52mila piccole-medie imprese e quelle che hanno le caratteristiche che abbiamo appena elencato sono circa 2mila, di cui con una leva inferiore ai 4.5 sono solamente 1.200 e da qui arriviamo alle 900 imprese. Molte di queste imprese esportano molto all'estero e la domanda che faccio sempre alle compagnie di assicurazione è: meglio comprare un BTP, oppure prestare soldi a un'azienda che esporta il 60/70% all'estero, dove l'imprenditore spesso inizierà a darti la security perché questo è un po' il trend dove si andrà? Questa secondo me è un po' l'alternativa sul fatto che le PMI sono un problema della crescita dell'Italia, ma un altro problema è che le banche faranno molta fatica a prestare a più di 5 anni di duration. Il problema è che le aziende per poter investire devono avere denaro a 5/6/7 anni che è la duration delle liabilities delle compagnie di assicurazione.

Ci focalizzeremo su aziende sane e con moderata underperformance come fondo, non ci focalizziamo su quelle di stress o severa underperformance.

Infine l'eccesso di ritorno di questo tipo di investimenti al 3% sopra il BTP a 4 anni.

Il track record del fondo, che attualmente è l'unico fondo di credito approvato dalla Banca d'Italia è partito nel 2012, ci dà la credibilità per lanciare il secondo fondo.



Source: Tenax Capital. Minimum capital requirements from IOR. Internal specifications for use exclusively for shareholders. Morgan Stanley & Oliver Wyman. Credit reflects the "total model portfolio" that was included in IOR. Full specifications: 2% AAA, 21% AA, 16% A, 20% BBB. (*) Over the five-year period.



(*) NAV mensile al netto di IOR i costi