

# SCRIPTA MANENT

---

1995-2011

*Francesco Caruso scrive articoli e pubblica analisi e report per istituzionali e privati dalla fine degli anni '80.*

*In questo file ne sono raccolti solo alcuni, scelti fra quelli che, per il momento in cui erano scritti e pubblicati, rappresentavano un distacco importante da quella che era l'opinione consolidata o esprimevano una visione di lungo termine che – in quel momento – era condivisa da pochissimi analisti ed economisti.*

*Queste opinioni sono tutte basate su una rigorosa applicazione delle metodologie cicliche e quantitative.*





LA SITUAZIONE DEI MERCATI

## Panem et circenses?

Il ruolo della borsa è cambiato. E non nel senso giusto. Ma quanto durerà?

di Francesco Caruso

Nei summit internazionali di Davos di gennaio sono stati trattati alcuni temi caldi dell'economia e della finanza mondiale, in particolare quelli della sovrapproduzione, della liquidità, dell'intervento sui mercati e del millennium bug o Y2K. Da quanto è stato detto in quelle giornate esse comunque rafforzano una conclusione: i mercati occidentali pagherebbero, o avrebbero pagato, se lasciati al loro destino, un dato ben più alto di quanto non abbiano fatto finora, probabilmente non dissimile in termini di prezzo a quello pagato nel periodo '97-'98 dai mercati asiatici e da quelli sudamericani (50-80% di calo dai massimi).

**“I mercati avrebbero già pagato un danno più alto se lasciati al loro destino”**

Ma in questo momento così difficile i mercati non sono soli: tre forze relativamente nuove, ma potenti, tendono (l'inflazione con successo) a impedire che la crisi globale che ha affondato i mercati di due continenti (Asia e Sud America) si estenda all'ultimo baluardo di relativa serenità e profitabilità formato dai mercati azionari del mondo occidentale. Europa e Nord America. Queste tre forze sono: la non fondazione di liquidità senza precedenti, derivante sia dall'estrema generosità (lassismo) delle politiche monetarie sia dall'assenza di misure inflazionistiche; la concorrenza ormai influente degli investimenti alternativi (obbligazionari); la rete di protezione interessata sui mercati

**“Le azioni vengono comprate perché le alternative rendono pochissimo”**

da governi e banche centrali, con l'aiuto probabilmente non disinteressato di investitori istituzionali e media.

**ADDIO MOTIVAZIONI CLASSICHE**  
 In sostanza, le azioni non si comprano perché le motivazioni classiche (diversificazione, diversità, prospettive economiche o di settore) a medio e lungo periodo non ci sono più. Alternative o perché le borse non rendono quasi nulla, soprattutto se confrontate con la spaventosa volatilità delle borse per le quali il più (che è il reddito free-risk annuo) è di-

### In Sintesi

**1** Le azioni non sono più valutate secondo i parametri classici, ma vengono acquistate perché le alternative rendono pochissimo. E i prezzi sono sostenuti da un'inondazione di liquidità senza precedenti e dalla rete di protezione interessata sui mercati da governi e banche centrali

**2** La situazione è molto pericolosa perché viviamo nel mondo reale e perché è impossibile vincere sempre alla lotteria dei mercati. Il caso dei titoli Internet è emblematico: in un panorama composto da tantissime società, solo poche finiranno con l'efferrarsi nel lungo periodo



venuto la volatilità media giornaliera. Poi, siccome l'uomo è un essere che cerca di razionalizzare anche la propria irrazionalità, succede che per dare una logica a certi comportamenti (titoli Internet e hi-tech) si creano nuove misure di valutazione come il Pqg (Price/earning growth), tramite le quali si ricorrono a una necessità non solo per il singolo investitore, ma anche e soprattutto per l'intero tessuto sociale. Una crisi finanziaria appena più dura o prolungata di quella luglio-ottobre '98 (che ha comunque provocato sulle borse il peggior caso in termini di perdite, con il crollo dell'87 a oggi) provocherebbe difatti un "crediti crunch" globale semplice-

**SIMILI ALL'IMPERO ROMANO**  
 In realtà, la situazione sociale e finanziaria di oggi nel mondo occidentale sia paragonabile, fatte alcune dovute e ovvie differenze, a quella della prima fase decadente dell'impero romano, dove il popolo subiva passivamente situazioni di profondo disagio e cambiamenti radicali (non sempre favorevoli) in cambio del famoso "panem et circenses", cioè della sicurezza della pagnotta quotidiana e di un certo grado di divertimento assicurato dai violenti spettacoli del Colosseo.

Oggi i mercati finanziari, in particolare le borse, assolvono perfettamente a queste duplice funzione di "panem et circenses" (anzi tutto non più dall'inflazione, ma dalla stessa deflazione, dai cambiamenti radicali nella struttura del lavoro e dalla concorrenza tenace ed espansiva emergenti ora in crisi) e di "circenses", cioè di valvola di sfogo anche emotiva della tensione sociale. Entrambe le funzioni sono state oggetto negli ultimi anni sia di un progressivo forte stimolo (privatizzazioni, socializzazione e massificazione dell'investimento azionario) sia di un altrettanto crescente controllo tramite organi nazionali e ora anche sovranazionali. Il fatto che ormai il gioco ha preso la mano ai suoi stessi creatori, poiché dalla sua stabilità dipende la struttura stessa del consumo del mondo occidentale e in particolare degli Usa, il consumo dei paesi occidentali garantisce infatti il risparmio della sovrapproduzione dei paesi in crisi, ma, con un risparmio medio vicino allo zero, esso è dipendente in massima parte dalla percezione del consumo di questi ultimi (che è il reddito free-risk annuo) è di-

**“E' estremamente arduo e azzardato mantenere una politica di investimento razionale in un mondo irrazionale...”**  
*John Maynard Keynes, 1931*

elemente disastroso e quindi inaccettabile per banche centrali e governanti. Così, in questa ottica di "scontro privilegiato" delle tensioni sociali, trova significato il parallelistico tra i mercati finanziari di oggi e il "panem et circenses" dell'antica Roma.

**IL GIOCATTOLO-BORSA HA FUNZIONATO**  
 Fino a ora, grazie a questo controllo sempre e tranquillizzante, il giocattolo-borsa ha funzionato perfettamente, al punto che è ormai ultra-diffusa anche da noi la mentalità del "buy all dips", cioè "compra qualunque calo" (tanto poi il mercato tornerà su o al massimo lo farà). Ma che cosa insegna tutto questo? Per capirlo, riprendiamo un commento di John Bollinger (visitare il sito [www.belliissimo.com](http://www.belliissimo.com)). Quando, pochi giorni fa, il governatore della Fed Alan Greenspan aveva paragonato il recente comportamento delle azioni del settore Internet a "una

lotteria" (testuale), molti hanno pensato a un modo di dire: error poiché quel paragone appariva الشديد e voluto.

**PERCHÉ FUNZIONA LA LOTTERIA**  
 La ragione per la quale una lotteria funziona è lo sproposito rapporto risk/reward: da un lato il rischio è limitato al prezzo di biglietto, dall'altro la possibilità di ritorno, in rapporto a quanto pagato per il biglietto, è assai alta. Comunque a tutti, questa combinazione sui mercati è rarissima. La maggior parte delle volte rischio e rendimento sono in equilibrio e in alcuni casi, anzi, il rischio è grosso in rapporto a un rendimento molto modesto. Questo altissimo reward/risk, il motivo per il quale, in una lotteria, i giocatori tendono a pagare biglietto oltre il suo reale valore, vale in eccesso e il premio della lotteria è diventato il prodotto certo di vendere (e chi coltiva i biglietti). Ora, il valore del premio di una lotteria è paragonabile al valore di premio di una opzione call che l'investitore compra nella speranza e ottenere un ritorno di gran lunga superiore rispetto ai soldi messi in gioco. Così, se si guarda alla situazione Internet in questa ottica, il motivo per il quale, in una lotteria, i giocatori tendono a pagare biglietto oltre il suo reale valore, vale in eccesso e il premio della lotteria è diventato il prodotto certo di vendere (e chi coltiva i biglietti).

**L'ESEMPIO DI INTERNET**  
 Acciando un esempio concreto e molto attuale, Internet. Permetto che chi scrive non solo non è scettico (Internet è con ogni probabilità uno dei più profondi cambiamenti economici, sociali e culturali dell'ultimo secolo), ma anzi ritiene Internet così importante che fra 10/15 anni i computer stessi potrebbero diventare nell'immaginario popolare "aquila cosa su cui, all'inizio, si saeva la Rete...". Ma, al di là delle prospettive, si sono una serie di problemi con i quali ora dobbiamo confrontarci.  
 (1) Fino a due settimane fa il mercato sembrava dire, attraverso le valutazioni dei titoli Internet, che quei prezzi erano l'ultima opportunità per salire su un treno che stava andando molto lontano, molto in fretta e che non avrebbe fatto più fermate.  
 (2) Ma la storia insegna che, per motivi legati a leggi fisiche e comportamentali psicologici, una situazione di salita logaritmica è insostenibile e qualunque tipo di "toppo può creare le premesse per uno "aboom", magari momentaneo, ma inevitabile e, vista la volatilità attuale, comunque assai preoccupante. Cosa che è puntualmente avvenuta, con un ridimensionamento della maggior parte dei titoli tra il 40% e l'80% in poche sedute.  
 Ma che cosa insegna tutto questo? Per capirlo, riprendiamo un commento di John Bollinger (visitare il sito [www.belliissimo.com](http://www.belliissimo.com)). Quando, pochi giorni fa, il governatore della Fed Alan Greenspan aveva paragonato il recente comportamento delle azioni del settore Internet a "una

**“In tempi normali le azioni sono valutate in base a cash flow e dividendi”**

Sicuramente si scoprirà fra breve che molti (la maggior parte) di coloro che hanno acquistato queste opzioni, cioè le azioni Internet, ha optato per una frittata piuttosto che grandi ricchezze, ma, visto l'eventuale successo della Rete, alcuni (pochi) investitori andranno a segno e acquisteranno le future Gillette Microsoft, ecc.

**UNA DELLA LEZIONE**  
 Questo significa forse che non possiamo nel mondo di una bolla acquisitivo o spiega in qualche modo la mania che pervade i mercati



Il chart (Dow Jones Industrial, trimestrale) racconta uno storico semplice e interessante: l'oscillatore si è girato al ribasso da un livello di ipercomprato pari allo 0,29. Anche eliminando quel precedente, gli alti così simili (1906, 1919, 1937, 1946, 1957, 1987) finiscono con cali del 40% e oltre dai massimi oppure bloccano il mercato per almeno un anno.

come le tre famose scimmiette, che di fronte alla pigrizia della ricchezza a la paura dell'errore si rifiutano di vedere la realtà? E cosa succederebbe se lo "aboom" si propagasse all'intero settore hi-tech o ai farmaceutici?

**SIAMO NEL MONDO REALE**

Un vecchio detto dice che: puoi riuscire a imbrogliare una persona per sempre o tutti per una volta, ma non puoi riuscire a imbrogliare tutti per sempre.

un piano emozionale qualunque discesa che non si fermasse subito sarebbe pericolosissima, poiché arriverebbe dopo una serie di situazioni (il minimo di ottobre, il rally di Natale, la prima soluzione della crisi bull market celtico di lungo termine). La conclusione è che il 99 si presenta come un anno critico e potenzialmente pericoloso, dove sarà molto più facile perdere soldi che guadagnarli e dove comunque le uniche armi vincenti saranno la disciplina.

**“Il '99 sarà un anno critico e potenzialmente pericoloso”**

l'autonomia di pensiero e di azione, la selettività e il coraggio. Il suggerimento per l'investitore è in gran parte opposto a quanto predicato dai media, e cioè: 1) sottoporre drasticamente gran parte dell'Europa (tra cui l'Italia); 2) valutare settori controciclici finora trascurati (petrolio e oro); 3) monitorare con più attenzione i mercati molto diversificati (Usa) e quelli dai quali ora si sta alla larga come la peste (Far east, Sud America). Quanto a hi-tech e Internet, sono sicuramente i settori di massimo rischio e di massimo profitto, ma a questi livelli sarebbe meglio sedersi e aspettare opportunità migliori, paziente come il cinese sul fiume.

# 2001 – Una settimana prima dell'11/9: “E” in arrivo un panic selling”



Web Site : [www.rcfborsa.it](http://www.rcfborsa.it)

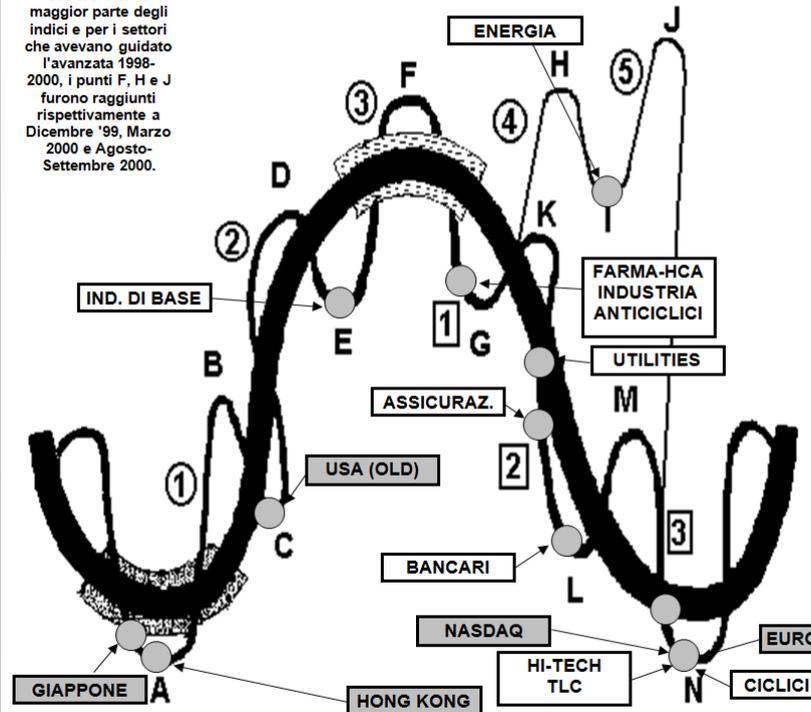
NEWSLETTER MENSILE

Settembre 2001

## CURVA CICLICA - POSIZIONE DEI PRINCIPALI MERCATI E SETTORI (al 05-09)

La comprensione della differente realtà di mercati e settori, in termini di posizione ciclica e quindi di rapporto teorico tra rischio e rendimento, è un elemento fondamentale nel processo decisionale di

NOTA - Per la maggior parte degli indici e per i settori che avevano guidato l'avanzata 1998-2000, i punti F, H e J furono raggiunti rispettivamente a Dicembre '99, Marzo 2000 e Agosto-Settembre 2000.



L'inizio di Settembre sta vedendo lo svilupparsi di una accelerazione al ribasso, causata da molteplici fattori tra i quali la costante negatività dei modelli matematici e ciclici, che dovrebbe culminare in un classico "panic bottom" ed essere seguito da un rimbalzo tecnico di alcune settimane. Questa non è una ragione per aumentare la quota in azioni del portafoglio, a meno che non si operi in ottica di stretto trading e sempre protetti da stop loss.

## Due anni di bull market ma per l’oro niente bolle

MAX MALANDRA

«**M**eglio l’oro dei titoli auriferi. Ma al momento starei alla finestra». Hanspeter

Ehrsam, gestore della banca elvetica Lemank, è positivo sulle materie prime, ma rimane dubbioso sull’attuale fase intermarket. «Tutte le materie prime sono in trend positivo e i metalli preziosi lo sono ancora di più. Quindi anche l’oro rimane tendenzialmente rialzista». Oltre alla debolezza del dollaro, altri due fattori determinanti sono il buon andamento dell’economia statunitense e la domanda di oro fisico, che rimane sempre sostenuta dai Paesi orientali, India, Giappone e Cina. Ma un’indicazione di incertezza giunge dal mercato obbligazionario. «Il future sull’Eurobond ha infatti generato un segnale positivo e quello sul T-bond si appresta a seguirlo - prosegue Ehrsam - Ma per quale motivo, se l’obbligazionario migliora, sale contemporaneamente anche l’oro? La situazione mi pare confusa. Quindi la scelta migliore è attendere un segnale chiaro».

Intanto, sul fronte dei titoli auriferi sta proseguendo il consolidamento del comparto: la sudafricana AngloGold ha completato l’accordo con il governo del Ghana per assicurarsi la sua quota

Caruso: «Il metallo giallo si va affermando come valuta alternativa non soggetta alle svalutazioni»  
Per le società aurifere si profilano profitti boom

del 16,9% nella società aurifera Ashanti. La fusione, del valore di 1,8 miliardi di dollari, è ora più vicina e porterà AngloGold al primo posto tra i produttori d’oro. D’altra parte, con le attuali quotazioni del metallo giallo, il 2003 si concluderà con una messe di profitti per le miniere: considerando un costo fisso di estrazione, in pratica l’intera differenza va a finire direttamente a utile. E la crescita dei profitti è dunque praticamente esponenziale: considerando un costo totale di circa 270 dollari l’oncia e un prezzo dell’oro a 330 dollari, l’utile

per oncia è di circa 60 dollari; ma con i prezzi ormai stabilmente a 400, in aumento cioè del 21%, l’utile delle compagnie aurifere passa a 130 dollari, con una crescita del 120 per cento.

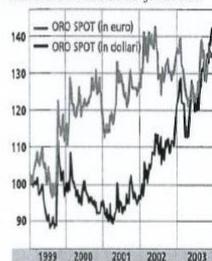
D’altra parte, sembra sia scoppiata nuovamente la febbre per il metallo giallo, come conferma Francesco Caruso, direttore dell’area finanza di Banca del Sempione: «L’oro è entrato da un paio d’anni in un bull market generazionale, ma rimane un mercato ancora vergine, lontano da bolle speculative. Ormai non è più visto né come bene

commerciale né come bene rifugio, ma si sta riaffermando come una valuta alternativa non svalutabile, a differenza delle monete nazionali, e accettata ovunque, anche sul mercato cinese».

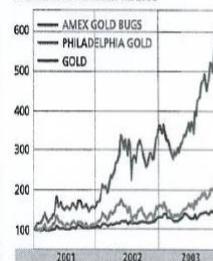
È invece più complicato stabilire un target di medio periodo. «Resta difficile individuarne uno, a parte quello di 420/30 dollari che appare il primo di breve - prosegue Caruso - A mio parere, però, rimane ancora più importante, guardando un grafico dell’oro in euro, quello di 350 euro, che costituisce una resistenza storica e fondamentale. Sopra la quale esistono ampi spazi di rialzo. Con un occhio, evidentemente, al dollaro, che si rafforza regolarmente in gennaio. In un’ottica temporale è quindi importante il supporto a 1.2150. Al di sotto potremmo assistere a una prima inversione del trend».

Puntuale la conferma di Ehrsam: «Il punto di svolta del 18/25 gennaio si è sempre dimostrato rilevante per le valute e rappresenterà un test importante per il dollaro, anche considerando che dicembre è un mese in cui il biglietto verde ha regolarmente sofferto».

Oro prezato in dollari e in euro  
Andamento normalizzato dal 1° gennaio 1999



Oro e indici auriferi a confronto  
Andamento normalizzato dal 2001



PREVISIONI AIE

## Petrolio: in inverno prezzi più bassi

■ Il prezzo del petrolio continuerà a scendere ancora durante l'inverno, salvo eventi imprevisti. Segnali di questo continuo calo si sono già rilevati in questi ultimi giorni, durante i quali le quotazioni dell'oro nero sono scese. Lo sostiene l'Agenzia Internazionale dell'Energia nel proprio rapporto mensile sull'andamento del mercato petrolifero. Gli stock commerciali di petrolio dei paesi dell'Ocse – precisa l'Aie – sono calati in settembre di 10 milioni di barili, attestandosi a 2.597 miliardi di barili, una cifra decisamente superiore però ai livelli dello scorso anno. «A meno che non si verificino eventi imprevisti, il mercato petrolifero continuerà a rallentare nel corso dell'inverno», sottolinea l'Agenzia, sperando che il record raggiunto dal greggio alla metà di ottobre a New York possa essere considerato come «un piccolo stagionale». Al momento le indicazioni dal mercato danno ragione all'Aie: i contratti a termine sono in calo e i principali paesi consumatori stanno ricostituendo le proprie scorte.

LA CRESCITA DELL'ECONOMIA USA NON È MESSA IN PERICOLO DALL'ATTUALE RALLENTAMENTO

## Il rally delle borse continuerà È la previsione degli analisti della Banca del Sempione

Alfonso Tuor

■ Il rally delle borse è destinato a durare ancora anni; l'inflazione rialzerà la testa e i tassi sia breve sia a lungo tenderanno ad aumentare, mentre la fase di declino del dollaro è agli sgoccioli. Sono queste in sintesi le previsioni degli analisti della Banca del Sempione presentate ieri sera al Centro di Studi Bancari di Vezia.

Massimo Valsangiacomo, Responsabile della Gestione e Vicedirettore della Banca del Sempione, ha spiegato che l'attuale rallentamento, causato principalmente dall'impennata del prezzo del petrolio, è destinato ad essere meno grave di quanto prevedono i mercati. Per Valsangiacomo, l'anno prossimo la crescita americana sarà superiore al 3% e anche quella di Eurolandia supererà la barra del 2%. D'altro canto, le borse (e soprattutto quelle europee) sono poco care e appaiono sottovalutate. Quindi, secondo l'analista, vi è la concreta possibilità che a breve termine i mercati ritocchino i massimi dell'anno.

Dello stesso tono l'esposizione di Francesco Caruso, Capo Area Finanza della Banca del Sempione. Secondo Francesco Caruso, a sostegno di una lunga fase di rialzo delle borse militano diversi fattori. In primo luogo, il fatto che la borsa si è sempre mossa molto bene durante il secondo mandato di un presidente americano. In secondo

luogo, la curva demografica americana mostra che nei prossimi anni toccherà il massimo quella fascia di persone tra i 45 e i 55 anni che Francesco Caruso ha definito i «big spenders», ossia coloro che spendono molto. Questo fenomeno darà impulso, da un canto, ai consumi e quindi alla crescita economica almeno fino alla fine di questo decennio

e, dall'altro, ai mercati azionari, poiché Caruso ha mostrato che esiste da decenni una forte correlazione tra big spenders e andamento delle borse. La curva demografica americana è molto simile a quella europea, mentre è diversa da quella nipponica. In Giappone la massa dei big spenders ha raggiunto il massimo già all'inizio degli anni Novanta. Anche per Caruso le borse, e in particolare quelle europee, sono sottovalutate e, quindi, vi è una possibilità di una crescita degli indici a due cifre percentuali annue fino al 2008. Francesco Caruso ha comunque sottolineato che questo scenario ottimistico nasconde un grande interrogativo che diventa inquietante quando si nota che l'andamento dei tassi decennali americani a partire dal 2000 è esattamente uguale all'andamento dei tassi giapponesi dopo il crollo della borsa di Tokyo nel 1990. In pratica, lo scenario giapponese ancora incombe e non si può ancora dire con certezza che sono state definitivamente superate le conseguenze dello scoppio della bolla dei mercati.

OTMAR ISSING (BCE)

## UE: «Alcune nubi sulla congiuntura»

■ Vi sono «alcune nubi minacciose» che oscurano l'orizzonte congiunturale di Eurolandia. Lo ha sostenuto il capoeconomista della Bce, Otmar Issing, in un'intervista rilasciata alla «Frankfurter Allgemeine Zeitung», spiegando che il caro-petrolio ha fatto aumentare i rischi per l'andamento sia dell'inflazione che della congiuntura in Europa. «Di un pericolo di stagnazione, tuttavia, non si può in alcun modo parlare», ha precisato. Riguardo al costo della vita, l'economista tedesco ha spiegato che, per ora, l'eccesso di liquidità non si è travasato in un aumento dell'inflazione e che gli «effetti secondari» dell'inflazione non si sono manifestati. Per questo, ha argomentato Issing, continuiamo ad «avere buone speranze che il costo della vita scenda nel medio termine sotto il 2%». La Bce, ha tenuto comunque a precisare il banchiere centrale, «non onorerrebbe in alcun modo «effetti secondari» di questo tipo con una politica monetaria accomodante».

### COMMERCIO

## Unione europea contro le contraffazioni cinesi

Nella lotta alla contraffazione, la Commissione europea ha intenzione di «mantenere sotto pressione» la Cina: lo ha detto il commissario al commercio, Pascal Lamy, che ha presentato la strategia che Bruxelles porterà avanti contro il fenomeno della pirateria di Pechino e di altri paesi terzi, quali Russia, Ucraina, Thailandia e Corea del Sud. Nel

sottolineare che il piano europeo contempla sia «incentivi» sia azioni «repressive» contro una serie di paesi «problematici», Lamy ha ricordato che per sconfiggere il problema della contraffazione è necessario sia «fare in modo che in Cina ci sia una legislazione per quest'area» sia creare «in loco» «la capacità di applicare tale norme».

I consigli degli analisti/1. Francesco Caruso (Gestioni Lombarda Suisse)

## «Va tutto bene, anche la cautela»

Il grafico qui sotto è da osservare con attenzione, perché richiama alla necessità di cautela nell'investimento. Rappresenta l'equity/bond ratio, espresso come rapporto fra gli indici Msci World e Jpm Global Bond. Quando il rapporto fra i due sale, le azioni sovraperformano le obbligazioni. E viceversa.

«Ovviamente — spiega Francesco Caruso, responsabile Portfolio management di Gestioni

Lombarda (Suisse) — non esiste bull market in cui questo grafico non salga, senza eccezioni. Difatti esiste una stretta correlazione, anche tecnica, fra il comportamento dell'equity/bond ratio e quello degli indici».

Il messaggio che viene da una prima osservazione del grafico è ancora quello di rialzo delle Borse. «Ma bisogna guardare con maggiore attenzione — avverte Caruso — all'andamento del ratio rispetto alla sua

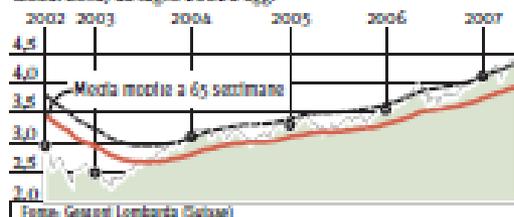
media mobile esponenziale a 65 settimane. Quando infatti lo scostamento del primo rispetto alla seconda supera il 10% (nel grafico la standard deviation è indicata dalla linea tratteggiata) — come è accaduto, se ci limitiamo agli ultimi anni, nel 2004, nel 2006 e nel febbraio 2007 — si sono create le condizioni per una correzione».

Adesso siamo nella stessa situazione, con il valore dell'equity/bond ratio che supera di oltre il 10% la curva della media mobile. «Quindi — dice Caruso —, anche se la situazione generale dei mercati azionari resta di fondo positiva, ho preferito cautelarmi e nelle gestioni che seguo sono passato da sovrappeso a sottopeso rispetto al benchmark azionario, pronto a tornare neutrale dopo una correzione. L'allarme vero scattarebbe sotto i minimi di maggio (1,480-1,475 per l'S&P 500).

D'altra parte, aggiunge Caruso, il rialzo in corso continua da oltre quattro anni. «E non si è mai visto un bull market proseguire più di 4 anni senza un calo di almeno il 10-15%. Gli unici due archi temporali prevedibili per una correzione, conclude il gestore sulla base dei suoi modelli, sono giugno-novembre 2007 o febbraio-luglio 2008. Quindi premuniti è meglio».

### Attenti all'euforia

Ancoramento dell'Equity/bond ratio (rapporto fra Msci World e Jpm Global Bond) da luglio 2002 a oggi



INTERVISTA | Francesco Caruso

## Il rischio di correzione continua a crescere

«Ogni ulteriore spunto rialzista, da qui a fine anno, sarà un regalo. Perché gli indicatori sono molto tirati e qualsiasi elemento di disturbo può diventare la causa scatenante per una correzione severa, come non si vedeva da anni». Francesco Caruso, responsabile Portfolio Management di Gestioni Lombarda (Suisse), è un gestore di lungo corso ed è molto cauto su questi mercati.

### Il rialzo è terminato?

Per ora no. Potrebbe anche esserci un impulso che spinga, entro l'estate, l'S&P 500 verso il target a 1.650-1.660 punti. Ma questo sarebbe una grande occasione per liquidare le posizioni, alleggerendo la parte azionaria del portafoglio e ripensandosi il profilo di rischio. Tutto ciò in vista della difficile fase che è probabile arrivi fra la seconda parte di quest'anno e l'inizio del 2008.

Ma vi sono titoli che meglio degli altri possono reggere il mercato e difendere l'investitore?

Sì, però non sono molti. E poi,

questo va chiarito molto bene, non sono azioni da trading. Hanno una buona impostazione tecnica e un positivo giudizio fondamentale. Ma sono, appunto, scelte difensive.

### Vediamoli.

Per esempio il gruppo americano Colgate-Palmolive, uno dei giganti mondiali nel settore dei prodotti di largo consumo. Il titolo adesso vale attorno ai 65-66 dollari, il target fondamentale per anno è quello a quota 74. Oppure la compagnia americana American International Group, che quotava dollari e ha un obiettivo a 85. O anche, nel comparto farmaceutico, è da guardare con attenzione Abbott: è quotata dal mercato a 54 dollari, ma entro un anno potrebbe raggiungere quota 62.

### E nel settore tecnologico?

Due buone interessanti sono Cisco e Microsoft. La prima vale al Nasdaq attorno ai 28 dollari e ha un target a un anno di 32. La seconda è quotata 30 dollari circa, ma il consensus fondamentale-

le gli assegna un obiettivo di rialzo a 34-35.

### In Europa, infine, cosa c'è?

Sempre sulla logica di scegliere titoli in grado di difendersi dalle avversità di mercato, mi piacciono due azionariativi e un farmaceutico. La compagnia olandese Aegon ha un prezzo di

### LA DIFESA

Da Colgate a Microsoft, ecco tutti i titoli che possono andare in controtendenza anche quando i listini scendono

Born attorno ai 147 euro, l'obiettivo di prezzo a un anno si colloca a quota 17. Anche il gruppo finanziario belga-olandese Fortis vanta un buon upside potenziale: oggi vale 31 euro e ha un target anno a 34,45-35 euro. Infine la farmaceutica svizzera Roche, che quota 20 franchi e ha un obiettivo fondamentale a 23-26.

Strategie d'investimento. Le oscillazioni dei listini fanno pensare a un rinvio dell'atteso rally

## Borsa, rialzi in cerca di stabilità

### La volatilità resterà il tema dominante dei prossimi mesi

Alberto Rocchetti

Nervoso e ansante. L'andamento dei mercati azionari nelle ultime sedute continua a mettere a dura prova la pazienza degli investitori.

Listini, anche dopo una seduta suggestiva, non riescono poi a trovare la forza per superare le resistenze che potrebbero dare il via libera a un rally rialzista.

D'altra parte, però, non hanno neppure la volontà di “suicidarsi” con una vera capitolazione finale, che chiuderebbe la fase negativa, pulendo il mercato e preparando la strada per una nuova ripresa.

Così si continua in questo clima da “Borsa del conigli”. Che si infiamma di entusiasmo, quando vede la carta di un forte recupero giornaliero (come

FRA DICEMBRE E GENNAIO

Per gli analisti il recupero di fine anno potrebbe slittare a dopo l'insediamento ufficiale di Barack Obama

è accaduto giovedì scorso). Ma subito si ritira, perché ha il timore che il recupero non sia sostenibile. Certo, i dati macroeconomici non aiutano. E anzi fanno supporre che l'ampia lateralità volatile ci accompagnerà per un bel po' di tempo.

La composizione delle ultime settimane potrebbe trovare uno sfogo fisiologico - sia pure limitato nel tempo - in un rally, su questo non vi è dubbio (vedi articolo a fianco).

Ma la volatilità resta sempre elevata e incompatibile con un'ipotesi di rialzo stabile. Così l'ipotesi di un Christmas rally, anche se graficamente ha ancora delle ragioni di sostegno, adesso si sta trasformando - secondo alcuni analisti - nell'idea

di un New President rally.

In altre parole - dice chi sostiene questa tesi - non ci sarebbe da meravigliarsi se, da qui a fine dicembre, i listini, al di là di piccoli spostamenti, restassero più o meno sui livelli attuali. Mentre, dopo l'insediamento di Barack Obama alla Casa Bianca (o gennaio) e l'avvio concreto delle misure previste per il rilancio economico, le Borse potrebbero reagire con un buon rally. Certo limitato nel tempo, perché la crisi economica si prospetta lunga e non si vede la possibilità di un miglioramento prima di metà 2009. Ma comunque interessante.

Altri invece pensano che il rally di fine anno sia ancora possibile. Giovedì scorso, dice per esempio Enrico Nicoloso, responsabile dell'analisi tecnica a WebSite, e Wall Street ha reagito con un balzo del 7%, non appena ha ristretto i minimi segnati in occasione della crisi di metà ottobre. Ciò avvalorata la nostra ipotesi che gli eccessi di iperrendimento accumulati nella lunga fase ribassista rendano possibile un rally negli ultimi due mesi del 2008.

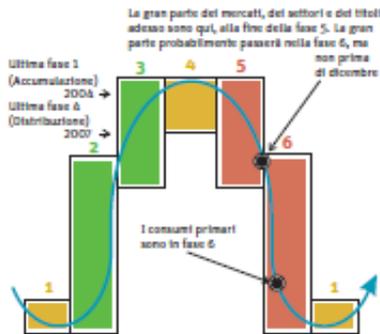
Gli indici principali, secondo Nicoloso, potrebbero allargare verso i massimi di agosto. «Serve tuttavia il completamento di un modello impulsivo - aggiunge - per essere più ambizioso nella ricerca del potenziale rialzo. Graficamente, si può parlare di completamento di un modello di rimbalzo se gli indici riuscissero a rompere le fasce di resistenza dinamiche collocate in area 23.000-23.300 per l'S&P/Mib, area 2730-2760 per l'Eurostoxx 50 e area 1000-1030 per l'S&P 500».

Il potenziale di guadagno sarebbe «attorno al 10-15% con una visione conservativa e del 20% qualora si sposasse la tesi più ottimista».

Ma, al di là dei possibili rim-

#### Le sei fasi del ciclo economico

Convergenze e opportunità dell'investimento borsistico in rapporto all'andamento del ciclo economico



Il grafico qui sopra sintetizza la correlazione tra l'andamento delle Borse e quello del ciclo economico (nella classica durata di 4-6 anni). Attualmente i mercati azionari sono in fase 5 e la fase 6 - le peggiori, in termini di rischio-rendimento, per l'investimento azionario - quindi serve molta attenzione. Ma vediamo nel dettaglio come ci si deve comportare nelle diverse fasi, evidenziate dal color verde, giallo e rosso in rapporto alla loro "appartenenza".

Nella fase 1 (accumulazione, in termini borsistici), quando la congiuntura tocca i minimi, si può iniziare a comprare azioni, perché i listini anticipano i movimenti dell'economia. Però occorre attenzione, perché il rischio di falsa partenza è sempre presente.

Fonte: Gestioni Lombarde (Suisse)

boli tecnici, il quadro generale resta ancora molto critico. Il grafico accanto, proposto da Francesco Caruso, condirettore e responsabile Portfolio Management di Gestioni Lombarde (Suisse), spiega meglio di mille parole le difficoltà dell'attuale situazione dei mercati.

Comunque le azioni stanno tentando di rimbalzare da livelli di estremo iperrendimento, provando a creare le condizioni per un rally di qualche settimana in un ambiente molto volatile», dice Caruso. «Un segnale positivo si avrebbe, per gli indici principali, con una chiusura weekly superiore ai massimi dell'ottava precedente e in questo caso il target minimo del movimento sarebbe in area 1020-1070 dell'S&P 500», spiega il gestore.

Detto questo, però, «la situazione ciclica generale resta negativa: il 94% delle blue chips monitorate è in una posizione tecnica di estrema vulnerabilità che, in ogni caso, durerà anche nei prossimi mesi».

Il fatto, spiega ancora Caruso, è che, malgrado la violenza del calo, non c'è ancora segnale per una capitolazione finale per un bear market di questa portata. Magari non arriverà con nuovi minimi, magari il “diagnostico” nascerà da una lateralità nervosa e deflagante per la pazienza degli investitori e del loro portafoglio.

Comunque per ora siamo ben lontani da tutto questo. «Appena vi è un ritracciamento - conclude Caruso - la gente va a cercare le condizioni per il rimbalzo. Solo quando gli investitori non ne potranno davvero più dell'incendio, allora potremmo parlare di capitolazione e immaginare che possa partire una nuova fase di rialzo per i mercati, ma, secondo me, ci vorrà almeno qualche mese ancora».

**Materie prime.** Per chi ama il rischio, opportunità offerte da argento, platino e uranio

# Dal 2009 si riapre l'età dell'oro

## Previsioni favorevoli per il più tradizionale bene rifugio

Alberto Ronchetti

L'oro, prima di tutto. Perché è il più classico dei beni rifugio. Ma anche l'argento, il platino e l'uranio che - pur se estremamente ciclici e volatili nei prezzi - possono rappresentare scelte interessanti per chi è disposto a rischiare. I timori di crisi economica globale hanno riacceso l'interesse dei gestori per i metalli, siano essi considerati riserva di valore o scommesse speculative.

Molti gestori oggi consigliano ai loro clienti di mettere in portafoglio queste ragioni, e, seppur non esagerate, di questi asset. L'oro è senz'altro un'ottima alternativa, perché è considerato valore puro che, in periodi di recessione o deflazione, difen-

dere a previsioni così estreme, è fuori dal dubbio che lo scenario economico corrente appare favorevole all'oro e spinge gli acquisti di investimento (quelli per usi industriali sono invece in calo). «I prezzi si miglioreranno nei prossimi mesi - scrive una nota di Credit Suisse - anche per i rischi di incremento dell'inflazione nei prossimi mesi. In termini tecnici, secondo Credit Suisse, la prima resistenza importante è a 999 dollari per oncia (il supporto è in area 800). Oltre si apre la possibilità di una nuova spinta rialzista (si veda l'intervista a fianco).

La richiesta di sicurezza e i fattori tecnici non sono però i soli - secondo gli analisti - a far ipotizzare una fase bullish. Altre ragioni di tipo più fondamentale sono i tipi di indebitamento del dollaro, dopo il pacchetto Obama, e il possibile riaccendersi dell'inflazione. Inoltre vi è un gap domanda-offerta, che si farà sentire sul lungo periodo. La scoperta di nuovi filoni scende, mentre la domanda dei privati - anche per effetto della

### GAP DOMANDA-OFFERTA

Si riducono le scoperte di nuovi filoni auriferi, mentre aumenta la richiesta dei privati, specie nei Paesi in via di sviluppo

de il capitale e può essere facilmente acquistato (per esempio attraverso Eic, fondi dedicati o titoli auriferi). Essendo altri metalli - più esposti agli usi industriali e maggiormente ciclici nelle quotazioni - rappresentano una scommessa sulla ripresa attesa dagli analisti tra la fine del 2009 e il 2010.

Ma parliamo dell'oro. I più pessimisti sul futuro dell'economia e sulla durata della crisi prevedono che nei prossimi anni le quotazioni del metallo arriveranno a livelli strabilianti. Schroders, per esempio, in uno studio di alcuni mesi fa ha ipotizzato la possibilità dei 5.000 dollari per oncia nel giro di qualche anno, nell'onda degli acquisti di emergenze e delle preoccupazioni per i rischi di stagflazione. Comunque, anche senza arri-

vo a previsioni più del doppio.

La produzione e domanda nel 2009 dovrebbe scendere del 5 per cento. L'estrazione è abbastanza limitata (circa 5 milioni di oncie all'anno, contro gli 8 milioni di oncie dell'oro e i 5,9 milioni dell'argento) e questo spiega il suo alto prezzo per unità di conto. La scommessa del mercato è che il prezzo possa tornare verso i 2.000 dollari entro fine anno. Il suggerimento - per chi ha coraggio - è di dedicare una piccola parte del portafoglio su questo asset, attraverso un Eic.

L'argento, invece, è in una fase ascensionale. Al momento è oltre 13 dollari, livello che appena tre o quattro mesi fa rappresentava un possibile obiettivo sull'intero 2009 e che invece è stato raggiunto senza grandi difficoltà. A questo punto, dal punto di vista tecnico, il superamento di quest'area potrebbe proiettare il metallo verso i massimi di inizio marzo 2008 (oltre 20 dollari per oncia) e successivamente ancora oltre. A differenza del platino e a somiglianza dell'oro, l'argento può essere investito in diversi modi, dal listino alle monete. Ma, anche in questo caso, il metodo più semplice è quello degli Eic che investono nel metallo.

L'uranio, rispetto ai metalli preziosi, ha tutt'altra valenza. Trova impiego nell'alimentazione delle centrali e nella realizzazione delle armi nucleari. Per questo, secondo i money manager più propensi al rischio, il suo prezzo potrebbe risalire nei prossimi anni. Sia per il ritorno al nucleare, un'ipotesi ormai fatta propria e avvitata da molti Paesi occidentali, sia per la sua funzione anticiclica durante le grandi crisi geopolitiche. Al momento l'uranio quota sotto 130 dollari per libbra, mentre il picco è stato oltre 130 dollari nel 2007. Il primo obiettivo di rialzo è a 170 dollari per libbra.

### Occasioni d'oro...



### ...d'argento...



### ...e di platino



INTERVISTA | Francesco Caruso

# «Forse il vero rialzo deve ancora iniziare»



Francesco Caruso, Gestioni Lombarda (Suisse)

**«Una chiusura mensile sopra quota mille rappresenterebbe una conferma del trend»**

«L'oro è sempre più percepito dalle "mani forti" del mercato come una alternativa generale al sistema monetario-finanziario e alla sua crisi. Per questo penso che vada presa in considerazione la possibilità di essere non alla fine del bull market dell'oro, come dicono alcuni, ma addirittura alla vigilia di una fase di accelerazione rialzista». Francesco Caruso, condirettore e responsabile Portfolio management di Gestioni Lombarda (Suisse), è positivo sull'oro. «I grandi investitori - spiega - dal 2008 lavorano con una strategia di accumulazione, che non ha mai dato spazio a una fase di distribuzioni». In effetti dai minimi a 290 dollari per oncia, nel periodo considerato, è arrivato fino a un massimo di 1.000 dollari l'anno scorso, senza però mai arrivare graficamente a picchi speculativi.

Però poi, dopo il superamento di quota mille, il metallo è sceso fino ad avvicinare i 700 dollari per oncia lo scorso autunno...

Sì, ma non è crollato. È stato ripreso subito per mano e adesso è intorno ai 900 dollari. Al momento la quotazione è in balia in un ampio trading range laterale, ma, come dicevo prima, non si è vista nessuna distribuzione e siamo ancora in una fase di accumulazione del asset.

Ma secondo lei, al momento quanto oro c'è nei portafogli mondiali?

Poco. E questa è un'altra ragione per cui il prezzo, secondo me, è destinato a salire. La mia opinione di uomo di mercato è che, fatti paria i 100 portafogli mondiali, 95 contengano in qualche misura azioni e prodotti collegati all'equity. Attenzione: non sto parlando sulle percentuali di investimento, parlo solo della presenza o meno di una determinata

asset class. Detto questo, secondo me l'oro è presente soltanto nel 2-3% nei portafogli mondiali di investimento. E quindi?

Quindi - se com'è immagino, viste anche le incertezze economiche e il possibile peggioramento del quadro macro - vi sarà un travaso dall'equity verso altre forme di "valore sicuro", si creerà un crollo di bottiglie a favore del metallo giallo. Ma perché dovrebbe accadere?

Per tante buone ragioni. Anzitutto perché quella tra valute oggi è una corsa tra zoppi, poco significativa dal punto di vista fondamentale. Poi perché, in questo contesto, un asset class slegata dagli andamenti valutari diventa interessante. E infine perché, se la crisi congiunturale non mostrerà segni di risoluzione in tempi ragionevoli, le Banche centrali potrebbero essere tentate di ricorrere a una forma, almeno parziale, di gold standard.

Altre ragioni a sostegno dell'oro?

Una, molto importante, è che da un paio d'anni è stato liberalizzato il mercato dell'oro

cinese. Una nazione dalla quale, tradizionalmente, viene una grande richiesta del metallo prezioso e che, quindi, può dare un grande impulso ai prezzi. Inoltre c'è da considerare che, tratte le bolle speculative che si sono susseguite negli ultimi anni, non viene mai stata una sull'oro. E, come dicono i vecchi del mercato, «there is no free like gold forever».

Però negli ultimi anni l'oro non aveva una ragione per crescere, perché i mercati azionari si sono comportati bene e l'inflazione è rimasta sotto controllo...

È vero, negli ultimi anni è stato visto con scetticismo. Ma le correlazioni abituali non hanno molto senso. Per esempio, l'oro dovrebbe salire solo quando l'equity scende? Non è vero, il suo prezzo è aumentato anche tra il 2003 e il 2007. Beneficerebbe dell'alta inflazione? No, si è apprezzato anche in fasi di inflazione calante. Insomma, dal 2008 l'oro è aumentato di prezzo malgrado il negativismo che persiste tuttora.

Ma, se l'oro è da tempo in fase laterale, quale potrebbe essere un segnale di acquisto importante?

Prima di tutto diciamo che in termini di dollari - il supporto di lungo termine da non dimenticare al ribasso, per mantenere la positività, è a quota 800. Detto questo, una chiusura mensile sopra quota mille costituirebbe una conferma del trend, perché a quel punto ipotizzerei di rialzo si spingerebbe verso territori inesplorati.

Fino a dove?

Difficile dirlo. Sopra mille, due target filologici sono 1.200-1.400 e 1.700. Ma se l'oro dovesse in qualche modo replicare il bull market degli anni '70-80, l'obiettivo potrebbe addirittura porsi ben sopra quota 3.000.

COPERTINA



# BALLANDO

FABRIZIO GUIDONI

Orso scatenato. C'è poco da aggiungere su quel che accade sui mercati azionari, a parte rare eccezioni. Secondo l'analisi tecnica siamo sull'orlo del burrone, vietissimi a sostegni di Wall Street (ancora una volta dominus di tutte le Borse) che, se spazzati via, getteranno le bast per un ulteriore pesante affondo. Una ragione in più per dare vita a un forum tecnico al quale hanno partecipato Davide Benyah (analista indipendente), Wladimir Biasta (Wb Advisors), Francesco Caruso (Gestioni Lombarda Suisse), Gaetano Evangelista (ad Age Italia), Maurizio Milano (Gruppo Banca Sella).

**1** La prima domanda è in parte ovvia. Che succede e cosa si può immaginare nei prossimi mesi?

**Milano:** Il quadro tecnico è di «major down-trend», da quando alcuni indici hanno rotto al ribasso livelli chiave di supporto a ottobre 2008 dopo il fallimento di Lehman Brothers. La violazione di 1.200 sul S&P500, 11.000 sul Dow Jones, 2.200 sul Nasdaq C., 3.000 su Eurostoxx50, 30.000 su S&P/Mib e 11.700 sul Nikkei225 ha avviato un panico selling che ha provocato una perdita del 30-40% in poche settimane. Gli indici sono tornati sui livelli del 1987 negli Usa, del 1994 per l'Italia e del 1981-82 per il Giappone. Non era mai accaduto che l'equity avesse un ritorno negativo su orizzonti così lunghi.

**Caruso:** Al momento tutti i trend, primario e di breve, sono al ribasso. Il Bear Market è stato confermato con il Dow Industrial e il Dow Transportation a nuovi minimi. Continuo a pensare a mercati deboli nel primo trimestre, con un'area di minimo tra metà marzo e la prima decade di aprile; poi un rally tra aprile e luglio, particolarmente forte. Fin dove può scendere la Borsa? Il grafico di S&P500 evidenzia come una chiusura mensile sotto 800 possa proiettare verso la congiunzione tra la linea di tendenza secolare del minimo del '74 e dell'82 e il ritracciamento del 61,8% (Fibonacci) di tutto il Bull Market secolare, ovvero area 660-690. Si nota poi come l'ISI mensile sia a livelli di ipervenduto storico: l'unico paragone è il minimo del 1974. L'alternativa è legata a un ritorno sopra le due barriere create dal mercato in queste ultime settimane: area 800-825 e 875 di S&P500.

Wall Street sull'orlo dell'abisso: il Dow Jones e l'S&P500 sono a contatto con sostegni decisivi. Al di sotto, per i graficisti, si scende in caduta libera. Il Toro in ritirata si consola con l'oro che risale sopra quota 1.000 dollari

S&P500: dieci anni avanti e ritorno, sul baratro



**Benyah:** La trogna che ha prevalso da novembre non regge più. Non v'è nulla di sorprendente: il trend negativo di lungo è molto potente. Basta paragonare le fasi di pausa del bear market attuale con quelle del 2000-2003. Sul grafico di Eurostoxx50 si nota come le fasi di sollievo dal ribasso siano state più brevi e più contenute. Prendere a modello il calo del 2003 offre un confronto. Il ribasso di Eurostoxx50, per

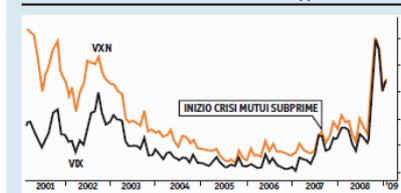
egualitare quello precedente, dovrebbe proseguire fino a 1.600-1.500. Lo sgretolamento delle difese è difficile da fermare; al più, potrà essere ritardato di poche settimane. Si può mettere un livello di controllo sul doppio massimo di S&P500 a 875. Superare tale ostacolo, contro tutte le evidenze cicliche, sarà un potente segnale di cambiamento, che dovrebbe aprire la porta a una fase reattiva di tipo intermedio. Il

minimo annuale potrebbe arrivare presto se il ribasso sarà intenso, altrimenti rimandato all'autunno.

**Evangelista:** Siamo inevitabilmente condizionati dalla chiusura negativa di gennaio, la quinta consecutiva per il Dow Jones. Tutti conoscono il cosiddetto «barometro gennaio»: un meccanismo anticipatore statisticamente consistente. Ma se soffermiamo l'attenzione non sulla performance dell'anno, ma su quella degli undici mesi successivi, notiamo come il saldo sia stato negativo esattamente in 11 dei 22 casi sperimentati dal 1950 in avanti. Insomma, non è detto che tutto il resto dell'anno non sia condizionato. Il mio outlook è negativo fino all'inizio della primavera, possibilista da allora in avanti.

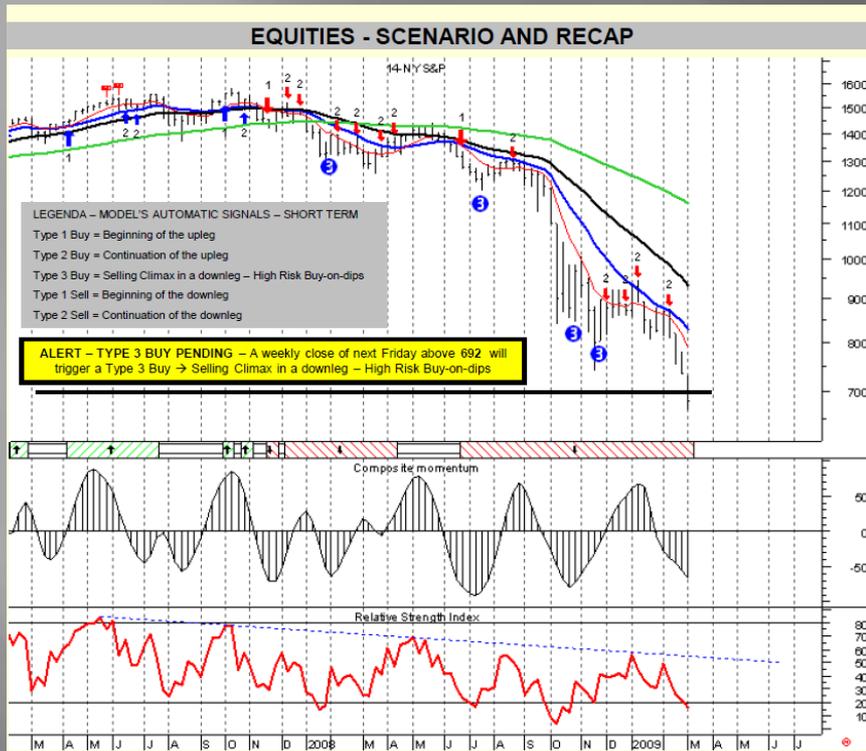
**Biasta:** Dal punto di vista tecnico vedo possibili reazioni solo in seguito a prese di beneficio su posizioni short o qualche acquisto speculativo. Nulla di più. Non sono visibili segnali di inversione. Al contrario temo un'ulteriore caduta dei listini nell'ordine del 25 per cento. Se guardiamo l'Eurostoxx 50 o il Dax notiamo una tendenza distributiva. Suggestisco di vigilare con attenzione quota 2100/2080

Milano: «La volatilità resta ancora troppo alta»



La volatilità implicita si è grosso modo dimezzata rispetto ai picchi di ottobre-novembre, senza riuscire però a riportarsi al di sotto dei livelli di fine settembre, precedenti al crash. Il fatto inoltre che il Vix rimanga sistematicamente al di sopra del Vxn, conferma come l'epicentro della crisi rimanga il settore finanziario. E che non sia per nulla ancora risolta.

# Febbraio e Marzo 2009 – I due report di allerta e di chiamata del minimo



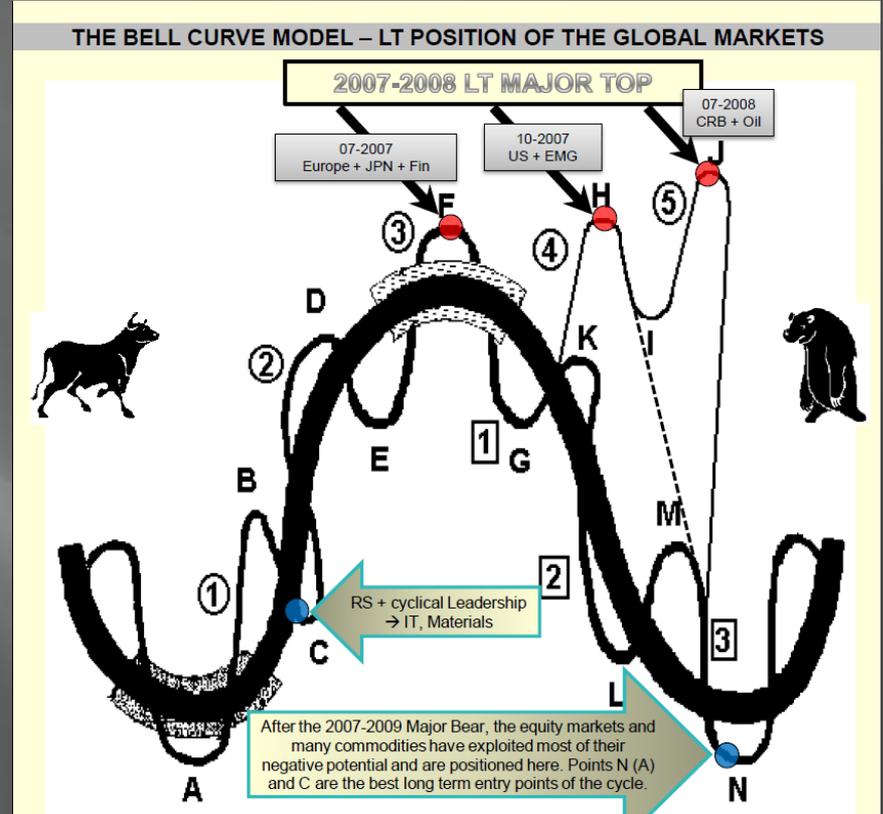
The asset allocation model remains underweighted equities – both on a strategic and tactical point of view - and long duration. But since this week on, in the leading market (S&P) a **Type 3 Buy Signal is pending**: this week, the trigger will be a weekly close above 692 S&P (702 for the MSCI World Index).

Similar patterns are present in many other equity markets, but not everywhere: i.e. Emerging Markets, Dax, Stoxx600 are not enough oversold at the moment to generate a Type 3 Buy.

In the larger picture, the situation is different and totally homogeneous for all the equity markets, with the setup for a **Long Term Type 3 Bottom** (= major selling climax) already in, since some months: just to limit the observation to the leading market, the model projects that the S&P needs a **monthly close of March equal or above 780** to signal a **Long Term Type 3 Bottom**.

N.B. – All the arrows and the indications in the charts are automatically generated by the model

3



This map clarifies the long term cyclical pattern and the actual position of the markets.

Last cyclical top was formed between July 07 and July 08, in the classical order: front end-of-cycle (financials, Europe), mid end-of-cycle (Industrials, US, EMG), back end-of-cycle (commodities) → see our map, last page. Now, end of first Q 09, all equity and most commodity markets are bottoming and are ready to develop at least an intermediate upleg in 2Q 09.

**Candidates for 2Q Intermediate Upleg**

Best plays for each attempt on the upside are IT, Materials, followed by Consumers and Financials. Underperformers: Pharma, Utilities, Industrials, Staples, TLC.

3



È solo un rimbalzo...

CLAUDIO CASPIRANI

Non è la prima volta che un rimbalzo stupisce. Certo, la volatilità del titolo suggeriva una reazione, ma l'entità...

Il Grande Orso 2008-2009 non è alle spalle, ma emergono segnali di "minimi significativi sulla Borsa. La benzina per continuare a salire c'è: prossimo titolo le medie mobili a 13 settimane. Poi, se va bene, si può correre fino a giugno

Il recente recupero dell'indice S&P500



Milano. Tale 10 marzo è iniziato un movimento di forte rimbalzo con segnali di accorciamento rispetto ai mesi precedenti. Il rimbalzo è iniziato da asset che erano stati più penalizzati durante il 4 ed 5°...

Carnaro la ottava di lungo periodo, il quarto movimento di Borsa, anche se l'iceberg di disavanzo degli ordini del 10 marzo potrebbe essere a 120-130 per cento rispetto...

Un risveglio targato finanza



NIKKEI MILANO: il settore finanziario dell'S&P500 è già salito di circa 700 punti da marzo di fine febbraio. Tuttavia gli spazi di recupero rimangono ampi. Non bisogna dimenticare che il comparto, carichi da asseste, anticipa il rimbalzo di Wall Street...

IL RISCHIO DI FASE DISTRIBUITA SU BUND FUTURE



Ma come corre!

DAVIDE BENICCHI

di 50 titoli, ovvero Agi, che sono ancora attivi, insomma, conta per il 5% degli utili operativi del gruppo Luxa. E ciò era una di storielle rivelate, che indica la validazione...

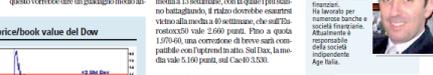
Gli spazi di manovra dell'Eurostoxx50



DAVIDE BENICCHI: il rimbalzo dell'Eurostoxx50 può durare fino a maggio, intervallo da una conferma che fino a quota 1.300-1.350 sarà comparabile con l'agosto di anni fa. L'indice potrà arrivare al minimo fino a 2.200, prima di subire il riflusso. Le resistenze intermedie sono a 2.800-3.000 e 2.200. Nel caso l'indice riesce a vincere la media mobile a 1 settimana...

in termini di potere di acquisto, lo fanno risparmiare circa 25-30 mila in imposte (tassi generazionali preveduti. Non sempre, però i mutui degli italiani e i componenti del mutui in termini di potere di acquisto; un esempio chiaro l'ultimo boom generazionale 1984-92, quando i mutui degli italiani fu legato sul 71 ma in termini di potere di acquisto del 1992, otto anni dopo...

Caruso: il mutuo può durare fino a maggio, intervallato da una conferma, e segnare un 1000 aggiunti al gruppo IRI. Il rimbalzo di Wall Street è già salito di circa 700 punti da marzo di fine febbraio. Tuttavia gli spazi di recupero rimangono ampi...



Milano: Dax target è sempre una scommessa. Il mutuo potrebbe ripartire gli utili sui livelli di settore medio al di sotto di 2008, con un apprezzamento dell'ordine del 20% da ora. Un boom market rally, dunque, ma di supporto rassicurativo. Una cosa del tipo, la volatilità impugna dell'S&P500, sotto il supporto in area 33-37 e al di sotto del 100, volatilità del Nadex, con effetti del settore finanziario sta venendo dalla fase activa della crisi. Anche se c'è sfidando un deterioramento del quadro macro per il 2009...

CARINO BERGAMINI: il mercato oscillatori è prima in base alle del Dow Jones, cioè il rapporto fra valore di mercato e patrimonio netto della società. Gli azionari sono più disorientati a tenerne conto. In un'analisi di mercato, come destinate a porre in piedi un deterioramento del quadro macro per il 2009. Per farlo diventare realisticamente i prezzi, a meno di massive svalutazioni del patrimonio...

continua a pagina 52

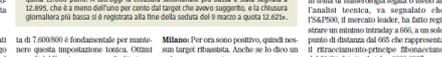


Centralo il target a 13.000 da parte dell'S&P500

DAVIDE BENICCHI

Evangelista: l'area che non è un'illusione. I Dax emergenti valutano condizioni di liquidità pubblica, di costi con Fedrate e di surplus commerciale nettamente migliori di quello variabile al tempo dell'area critica. Tutto è vero che l'Italia sta valutando di chiedere una convalida finanziaria a vantaggio del creditore. Ciò spiega il suo inasprimento relativo rispetto ai mercati da ottobre in poi. Dal punto di vista dell'ampiezza di mercato, il recente rialzo aveva un segnale ibrido da lungo periodo, con la Advanced Decline line calcolata su 25 mercati che hanno proprio l'area che risulta oltre la media mobile di riferimento. Un segnale che riflette un aggiustamento negativo a metà 2008.

FRANCESCO CARUSO: nel fuoco tecnico di febbraio aveva indicato come importante area di trigger e quota di supporto di lungo periodo, per l'S&P500 la zona intorno a quota 13.000 punti. A tutt'oggi la chiusura settimanale più bassa è stata segnata a 12.895, che è a metà dell'area per cui dal che aveva suggerito, e la chiusura giornaliera più bassa si è registrata alla fine della seduta del 10 marzo a quota 12.625.



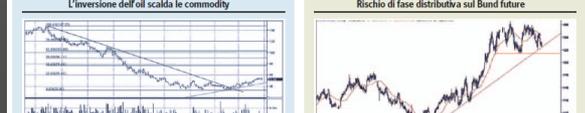
Milano: Per ora sono positivo, quindi non mi pare ribaltato. Anche se lo dico con un po' di cautela. Il momento peggiore è stato tra ottobre e novembre, insieme al minimo di marzo si vedono chiare divergenze positive, con molti titoli che non hanno seguito l'indice a nuovi minimi, segno questa di pre-accelerazione. Inoltre, sono evidenti anche un distacco dai carismatici del settore iperbolico in area 1000-1100. E il portafoglio comune che ha accompagnato l'ultimo minimo, con discesa di due cifre di capitalizzazione e di coppia del '80. Nessuno nega che l'attuale situazione economica sia la peggiore degli ultimi 30 anni e forse del secondo dopoguerra. Ma, allo stesso modo nessuno può negare che l'attuale congiuntura del momento sia mostruosa, infinitamente superiore a quella (tariffa) insieme in atto dopo il 1929, soprattutto in perfetta linea con la dinamica italiana di lunghezza periodo (vedi il mercato azionario).

Biasia: È prematuro in questa fase riappare le posizioni short. Attendere conferme sotto area 750 punti dell'S&P500.

La conclusione, se tale può essere, è Carnaro.

La domanda che tutti si pongono in questi giorni è se questo rialzo sia un'illusione o semplicemente un boom market rally. A mio modo di vedere la risposta è:

Fattori chiave: fino a ieri tutti erano scappati via come si vedeva



WLAIDER BIASIA: Le materie prime che si sono mosse con un certo anticipo stanno confermando i segnali con ottimali segnali di inversione soprattutto sul petrolio. Rispetto al petrolio, però, con scarse volentieri che nel 2009 abbiano in corso un rallentamento, ma non una crisi. Per quanto riguarda il grano, invece, il mercato è ancora in fase di accumulo. Per quanto riguarda il rame, la domanda è ancora del tutto incerta. Per quanto riguarda il nichel, la domanda è ancora del tutto incerta.

continua a pagina 53

CONGIUNTURA

SCENARI GLOBALI/1

## «È Toro, ma la ripresa sarà a W»

Caruso (G. Lombarda Suisse): «Non siamo fuori dai guai, ci saranno ricadute»  
Ma l'S&P500 può salire fino a 1.050 nel 2009. Se però corre troppo, vendete

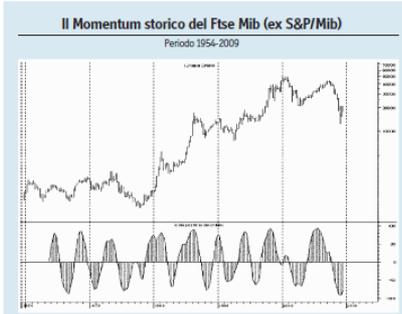
CLAUDIO KAUFMANN

La Borsa italiana ha recuperato il 70% in meno di cinque mesi. Una performance enorme, che nel secondo dopoguerra trova paragoni solo nelle fasi finali dei due grandi bull market degli anni '80. Questo dato va tuttavia analizzato adeguatamente, poiché arriva dopo un calo del 69% dai massimi, una percentuale che richiede un rialzo del 22% per essere paragonata. Le due domande principali che dopo questi mesi si pongono gli investitori sono: siamo di fronte a un Toro, a un più modesto Toroletto o a un semplice bear market rally? E come inquadrare lo scenario di medio-lungo termine?

Francesco Caruso è condirettore di Gestioni Lombarda Suisse (Gruppo Ubi), nonché unico italiano ad avere ottenuto il riconoscimento dell'IfitA. E gli va dato atto di aver sostenuto, fin dal marzo scorso, che vi erano le premesse tecniche per un minimo importante delle Borse mondiali.

**Cos'era successo?**  
Basavo questa conclusione su un insieme di fattori statistici e ciclici che, come quasi sempre accade sui mercati, sfuggono o vengono sottovalutati nei momenti di estrema emotività.

**E adesso?**  
Dal punto di vista macro, le Borse stanno anticipando una ripresa che arriverà gradualmente con i classici sei-nove mesi di ritardo, quindi a fine anno, e il cui segnale finale sarà l'aumento dell'occupazione. Ma non va dimenticato che è in atto una forzata revisione totale di molti settori, in primis di quello finanziario. È improbabile, quindi, che gli enormi stimoli messi in campo da governi e banche centrali possano sanare in un anno gli errori di lungo periodo. Probabilmente assisteremo a un movimento a W dell'economia, fino alla prima metà del prossimo decennio. Questo però era e resta, a mio avviso, un bull market ciclico, a sua volta inserito nel bear market secolare iniziato nel 2000. Lo si può immaginare come un prolungato periodo di bel tempo in pieno inverno, c'è il sole, ma l'aria è sempre fredda. Dopo questa fase di ripresa, la costante erosione di fondo del valore reale delle Borse e del loro potere di acquisto continuerà per alcuni anni. Ma attenzione: questo non è essere pessimisti, ma solamente realisti nell'applicare



una disciplina logica e statistica. Qualunque analista di scenario, ovviamente, non può prescindere dagli Indici americani.

**Cosa aspettarsi da qui a fine anno per l'S&P 500 e, di conseguenza, per la Borsa italiana?**

Vi sono diversi fattori positivi che si possono elencare: 1) l'assenza di cattive notizie sistemiche; 2) la ferma volontà politica di intervento, per evitare ogni focolaio di crisi e stimolare l'economia; 3) la ripre-

sa della fiducia dei consumatori; 4) le enormi riserve di cash degli investitori; 5) il sottopeso dell'equity da parte di privati e istituzionali; 6) la politica di tassi vicini allo zero; 7) il riconoscimento "ufficiale" da parte di molti commentatori della rottura al rialzo degli Indici azionari (testa e spalle, Dow Theory, ecc.). In sostanza, i mercati stanno passando dalla fase Uno del rialzo, cioè di recupero dal culmine di pessimismo totale, ma assenza

di segnali tecnici e economici chiari, alla fase Due, caratterizzata dal riconoscimento graduale del nuovo trend e dal supporto di dati e notizie più favorevoli. I fattori di segno negativo, al momento, sono piuttosto limitati.

**Può indicare quali sono?**  
Diret tre: la ripresa economica è solo agli albori e non si concretizzerà fino a un segnale di ripresa dell'occupazione; inoltre c'è ancora una visibilità bassa sui futuri utili aziendali; infine, sul breve termine, le Borse stanno entrando in zona di ipercomprato.

**Non c'è altro?**  
Sì, c'è un alert importante che arriva dall'osservazione statistica di lungo termine. Attualmente, dal minimo di marzo di 666 punti, l'indice S&P 500 ha già messo a segno un rally del 50%. Anche estendendo l'analisi al Dj Industrial, si arriva a un range estremo, tra massimo e minimo dell'anno del 65%. Questo significa che, assumendo come stabilito il minimo di 666, il top del 2009 dell'S&P 500 non dovrebbe eccedere l'area 1.050-1.100. Ora siamo a 1.000 e mancano cinque mesi a fine anno.

Una conferma arriva restringendo questa analisi alla variazione massimo-minimo di un range di nove mesi. Come si evince dalla storia di Borsa vi sono stati solo due casi, nel 1975 e nel 1983, in cui ci sono stati rally marginalmente più estesi di quello di adesso, ed entrambi furono seguiti da correzioni non particolarmente forti, ma fastidiose.

**Cosa fare allora? Comperare, aspettare o vendere?**

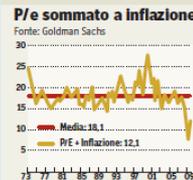
## A 10 volte gli utili indice europeo a sconto Parola di Goldman, che punta sui ciclici

Un p/e di 10 volte non può far paura. Nemmeno se si viene da un rialzo del 40% in soli cinque mesi. Di questo ne sono convinti gli strategisti di Goldman Sachs. Nonostante tutto, infatti, i listini europei - è il loro ragionamento - trattano a multipli molto contenuti: 1,5 volte il patrimonio netto, vale a dire ai minimi della forchetta di oscillazione degli ultimi 30 anni, e 12 volte gli utili trailing (vale a dire la somma degli eps dei quattro più recenti trimestri), contro una media storica di circa 16 volte. Qualcuno potrebbe giustamente obiettare che le condizioni di 20 anni fa, dal punto di vista dell'inflazione, sono ben diverse da quelle attuali, ora che l'aumento dei prezzi al consumo è prossimo allo zero. Vero, rispondono da Goldman, ma anche un p/e modificato (al rialzo si aggiunge proprio il tasso di inflazione) evidenzia (si veda il secondo grafico accanto in pagina) come la sua

media storica non si discosti mai in genere dal valore di 20; dal 1973, poi, è pari a 18,1 volte, ma ora siamo a quota 12,1 volte, quindi ancora una volta a valori veramente contenuti.

Certo, in effetti nessuna misura di valutazione basata sui multipli è perfetta, e il focus degli investitori, specie dopo

un'ascesa delle quotazioni così rapida, è tornato a puntarsi sulla possibile nuova caduta dei profitti aziendali - un fatto che amplierebbe nuovamente i ratio borsistici - ma gli analisti di Goldman ribadiscono mostrando come, rispetto alle previsioni di un -38% in termini di utile netto per le società dello Stoxx 600, ora le sti-



Con questi tassi a breve, che tra l'altro in Europa resteranno bassi più a lungo che negli Usa, non si può che tentare la strada delle azioni. In ottica di 9-12 mesi la situazione resta positiva, in quanto il Toro può senz'altro correre fino a metà 2010, con un target nell'area 1.200-1.300 dell'S&P 500. Per quanto riguarda l'Italia, mi aspetto di vedere nel 2010 un picco a 26.000-30.000 punti di Ftse Mib. Più sul breve, suggerisco di mantenere o acquistare, ma solo su correzione, alzando il punto di controllo (stop strategico) a 940 di S&P 500 e a 19.500-19.000 di Ftse Mib. Al di sotto di questi livelli lo scenario rialzista sarebbe messo sotto pressione. Suggestivo anche di attuare una strategia graduale di presa di profitto, ma solo in caso le Borse strappino ancora al rialzo fino a raggiungere già in estate l'area di resistenza e target 2009 di 1.040-1.100 di

## A fine anno la ripresa macro. Ok alle Borse anche nel 2010, con tech, ciclici ed emerging Ma si compra solo sulla debolezza

S&P 500, grosso modo corrispondente a quota 23.000-24.500 dell'Ftse Mib. Se queste aree venissero raggiunte a breve, sarebbe altamente probabile una correzione autunnale di circa il 10% dai massimi.

**I settori su cui puntare?**  
Le migliori carte restano ancora alcune banche, la tecnologia, i ciclici e i mercati emergenti. Ed è difficile ipotizzare una rotazione di leadership a questo punto del ciclo.

me possano fermarsi a un -19%, quindi la metà, mentre per il prossimo anno si parla già di un +34%, invece di un +19% stimato solo pochi mesi fa. E a trainare i conti, dopo averli falciati negli ultimi due anni, sarebbero ancora una volta l'Inflazione, con un +14% quest'anno e +55% il prossimo. Ma anche in termini di rendimento del dividendo il mercato azionario europeo rimane decisamente interessante. Il dividend yield dell'EuroStoxx50, infatti, è vicino ai massimi degli ultimi 25 anni al 4,3%, pur dopo i molteplici tagli delle cedole da parte delle grandi corporation europee. Mentre le attese per il prossimo anno sono di un rendimento della cedola che si dovrebbe attestare al 3,5% circa.

Infine, quali settori sono da privilegiare? I ciclici, da alcuni considerati ormai troppo costosi, sono invece ancora interessanti, ribattuto da Goldman, dato che la loro crescita seguirà il trend macroeconomico. Inoltre appaiono cari con i multipli sugli utili solo perché i downgrade hanno affossato in modo eccessivo il settore, mentre, per esempio, non lo sono sul ratio prezzo su mezzi propri.

BORSA & FINANZA

## ANALISI TECNICA

### «Un buon 2011, almeno fino a giugno»

«L'anno prossimo - ricorda Francesco Caruso - sarà il terzo del ciclo presidenziale Usa. Che mai dal 1939 si è chiuso in negativo»

IN COLLABORAZIONE CON

«La scenario del 2011 si prospetta contraddittorio, o quantomeno non omogeneo. Ci sono tre fattori statistici e tecnici che non collimano e che creano quindi parecchie incertezze». Francesco Caruso, analista tecnico e gestore, Mifa (accademico di Master of financial technical analysis) e curatore del progetto sito di analisi finanziaria (francescoacaruso.ch) vede un 2011 a due facce. «Il primo fattore è senz'altro il ciclo presidenziale: a partire dal 1939 il terzo anno è stato sempre positivo e la statistica gioca quindi assolutamente a favore; e anche in anni come il 2007 o il 1987 la prima parte della stagione era stata positiva».

Ha parlato di tre fattori però...

Infatti, il secondo gioca invece contro: non dimentichiamo che siamo in un bear market secular. E in questi tipi di mercato raramente vi sono più di due anni consecutivi con il segno più. E gli Stati Uniti, dopo il 2002, si avvicina a chiudere anche il 2010 in positivo. Infine il terzo elemento è più tecnico: in pochi casi il top del ciclo di lungo periodo supera i 30 mesi. E visto che il movimento attuale è iniziato a marzo 2009, resta che dovrebbe concludersi intorno a settembre.

Quindi cosa dobbiamo aspettarci?



FRANCESCO CARUSO  
MIFA

Un anno positivo almeno fino all'estate. Niente di trascendentale, ma vedo l'S&P500 a 1.310/90 punti. Anche se qualche mercato potrebbe fare meglio, senza dubbio, ma è troppo presto per dirlo ora. Ci sta però una correzione significativa nei primi mesi: diciamo fino a 1.180/90 per l'S&P500 e a 6.600 per il Dax. Ma saranno occasioni di acquisto, non di panico.

E gli Emergenti?

Rispondo senza dubbio una questione importante. In termini di rapporto fra rendimento e rischio le mie preferenze vanno agli indici dell'Est Europa.

Non ci sono alternative all'equity?

Vista la situazione attuale dei tassi di interesse, al momento direi proprio di no. Tuttavia guarderei con attenzione la curva dei rendimenti che secondo me hanno schizzato troppo. E qualora il decennale tornasse a rendere intorno al 6% ripenserei la mia asset allocation. L'unico altro asset interessante sono le commodity, che potrebbero anche comportarsi meglio delle azioni. Ma si tratta di un asset che fa segnare i top nelle fasi finali del ciclo economico, quando iniziano a salire anche i tassi.

In ogni caso non sarà un mercato da buy and hold.

Devi proprio di no. Vi è una forte tendenza a fare cicli di breve periodo con forti probabilità di sorprese positive nei primi due o tre trimestri e negative dopo.

E con quali oscillatori o indicatori si possono seguire in questi cicli? Oscillatori weekly direi quelli giornalieri rischiano troppo della volatilità di breve e quelli mensili sono troppo lenti. Uno Stocastico rialzista, weekly, oppure un RSI sempre settimanale, a 4-6 periodi può andare bene con un topico di acquisto sullo 25 o di vendita sopra 80. Non vale per l'Italia, ma l'RSI del Dax, per esempio, da settembre staziona sopra 80.

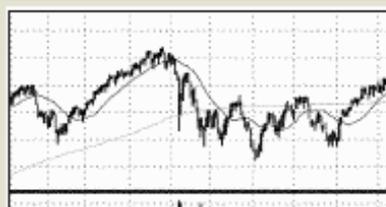
E i settori ancora interessanti?

Quelli legati all'economia reale: industriale e materie di base sono i migliori. Anche i consumi mantengono un certo appeal.

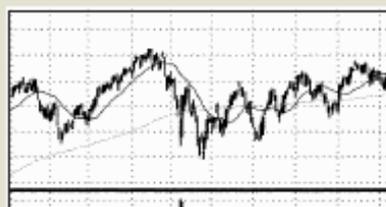
E il Plus-Mib?

L'indice italiano rimane poco convincente, appesantito da bancari e finanziari in genere. E nelle fasi correttive dell'autunno accentrerà quota debolezza. I due livelli da monitorare sul Plus-Mib sono la forte area resistenziale di 23.000/24.000 e il supporto di 18.000.

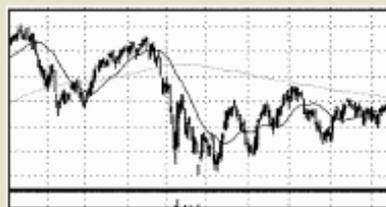
L'indice Usa S&P500



L'indice europeo Dj Stoxx 600



L'indice italiano Ftse Mib



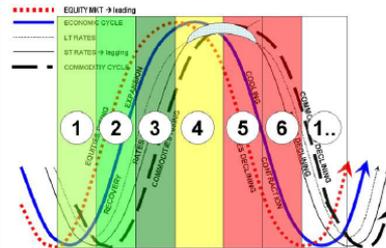
#### Il ciclo presidenziale e gli effetti sul listino Usa

Dati in percentuale - Fonte: Alpha Investment Management

ANNO	PERFORMANCE MEDIA DAL 1939				% ANNI POSITIVI DAL 1939 DEL 1° ANNO E 2° DEL CICLO			
	DAW JONES	SP500	INDICE S & P	INDICE DAX	DAW JONES	SP500	INDICE S & P	INDICE DAX
Anno 1	3,30%	3,70%	4,8%	11,8%	45,0%	55,0%	64,0%	86,0%
Anno 2	1,05%	-0,30%	-2,57%	-1,2%	55,0%	55,0%	45,0%	43,0%
Anno 3	17,84%	18,67%	38,65%	22,8%	100,0%	100,0%	92,0%	75,0%
Anno 4	5,60%	6,70%	12,0%	6,0%	75,0%	83,0%	75,0%	63,0%

# Febbraio 2010 – “I ribassi saranno occasioni di acquisto”

LA MIA IPOTESI DI LAVORO, AVVALORATA DAI MODELLI CICLICI E DALL'ESAME STATISTICO DELLA STORIA DEI MERCATI, E' CHE IL RIALZO MARZO 2009 → GENNAIO 2010 NON SIA UNA "CORREZIONE", MA LA PRIMA FASE DI UN CICLO TORO CHE – PUR INSERITO IN UNA SECOLARITA' NEGATIVA PER I MERCATI MATURI - HA BEN ALTRI TRAGUARDI DA RAGGIUNGERE PRIMA DI INVERTIRE LA ROTTA. I RIALZI AZIONARI NON SI FERMANO MAI AL PRIMO RIALZO DEI TASSI, COME APPARE CHIARO SIA DALLA CURVA (PAGINA PRECEDENTE) CHE DAL MODELLO DI EVOLUZIONE CICLICA (BORSE → ECONOMIE → TASSI A LUNGO → TASSI A BREVE → COMMODITIES) QUI DI SEGUITO. L'ESAME DEI NOSTRI DATI INDICA CHE SIAMO CON OGNI PROBABILITA' NELLA FASE 2, DOVE LE BORSE HANNO GIA' FATTO UNA BELLA STRADA MA NE HANNO ANCORA, LE ECONOMIE MIGLIORANO, I TASSI A LUNGA (CHE ANTICIPANO) HANNO COMINCIATO A SALIRE E SONO SEGUITI DA QUELLI A BREVE E LE COMMODITIES SONO IN FASE DI PARTENZA. SE QUESTO E' VERO, QUESTA CORREZIONE E ALTRI SWINGS NEGATIVI NEI PROSSIMI MESI SONO DA CONSIDERARE OTTIME OCCASIONI DI ACQUISTO, SIA PER LE BORSE CHE PER LE COMMODITIES.



A ulteriore conferma di quanto detto, qui sotto un grafico di Morgan Stanley che evidenzia come in Europa le azioni siano particolarmente scontate come valore rispetto ai bonds: siamo in media ai livelli 2003 e per le società non finanziarie anche sotto. Difficile vedere l'inizio di un nuovo ciclo negativo in queste condizioni.



## Il modello seleziona i settori più forti ...

La ROTAZIONE SETTORIALE segue uno schema di base ben preciso all'interno del ciclo azionario di Lungo Termine. A seconda della posizione del ciclo, i settori tipici di ciascuna sequenza hanno probabilità molto maggiori di sovraperformare rispetto agli altri. Lo schema può essere variato da fattori (secolarità positiva o negativa di un settore e della sua forza relativa + ciclo di sviluppo economico), ma nella sua struttura non cambia e anzi serve da riconferma per la definizione della posizione ciclica di LT dei mercati azionari.

### FRONT-END-OF-EQUITY-CYCLE (primo terzo del ciclo)

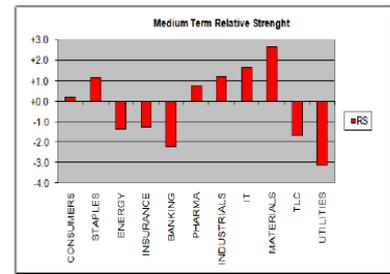
- Bancari
- Assicurativi
- Utilities e TLC

### MIDDLE-OF-EQUITY-CYCLE (parte centrale del ciclo)

- Consumi ciclici e anticiclici
- Tecnologia
- Industriali

### BACK-END-OF-EQUITY-CYCLE (parte finale del ciclo)

- Materie prime e di base
- Energia
- Metalli e miniere



► I settori migliori sono, nell'ordine: Materie Prime, IT, Industriali, Anticiclici. Come si vede dallo schema sopra, si tratta per lo più di settori mid-cycle, il che conferma che questo Bull Market ciclico da un lato ha ancora spazio di sviluppo, ma dall'altro ha forti probabilità di durare molto meno degli ultimi precedenti (1995-2000 e 2003-2007) e di avvicinarsi, come struttura temporale e ciclica, a quelli del periodo 1966-1982 (vedi grafico trimestrale a pag. 2).

► I settori strutturalmente più deboli di questo ciclo sono Utilities e TLC. A questi si sono aggiunti, negli ultimi 3 mesi, Bancari e Assicurativi, che hanno esaurito il loro compito di traino del mercato nel primo terzo del ciclo e quindi saranno molto probabilmente performanti come il mercato (fatte salve singole eccezioni) da qui in poi.

► I veni-temi-leader di questo Bull Market ciclico sono IT e Materie Prime: a loro il compito di dimostrare che il toro è ancora vivo e che ha ancora, come crediamo, una bella strada da fare prima di soccombere nuovamente alla secolarità negativa iniziata nel 2000.

ANALISI TECNICA

MERCATI EUROPEI

## EUROSTOXX RESTA IN RANGE LATERALE

Le resistenze fondamentali sono a 3.070-3.150, i supporti a 2.835 e 2.720. Minimi di marzo ricorrenza statistica: sulla loro tenuta, almeno fino a giugno-luglio, le correzioni sono opportunità di acquisto



FRANCESCO CARUSO\*

**L**e ultime sedute hanno scosso tutti i mercati - borse, commodity, valute - con un ritorno alla volatilità che ha messo in dubbio la situazione di nirvana in cui erano scivolati, una volta assorbita la paura di marzo. Gli assetti dominanti fino a pochi giorni fa erano «borse e commodity al rialzo, dollaro al ribasso», e sembravano essere stati chiaramente appoggiati anche dalle dichiarazioni di Bernanke sulla politica di «tasst zero» negli Usa. Ma sui mercati le cose non sono mai scontate: e il calo del petrolio, tornato sotto 100 dollari in poche sedute, ne è l'ennesima prova. Da parte mia si resta coerenti allo scenario di fondo sintetizzabile nei seguenti punti:

1. I mercati azionari sono in un bull market ciclico, ma all'interno di un movimento negativo secolare;
2. Il toro ha ormai 26 mesi: se paragonato a movimenti simili del passato, sembrerebbe avere vita residua piuttosto breve, al più tardi fino a luglio-novembre;
3. le statistiche su Wall Street evidenziano come l'area 1.400-1.500 di S&P stia al contempo target e tappo importante, difficilmente superabile nel biennio 2011-2012;
4. diversi indicatori di rischio sono perco-

losamente vicini ai livelli di allarme rosso raggiunti nel 2000 e nel 2007: ma non è impossibile che salgano, insieme ai mercati, per qualche mese, fino a portare gli investitori nello stadio di negazione del rischio e compiacenza tipico delle inversioni;

5. la Fed è sotto scacco: un altro round di *quantitative easing* manderebbe in crisi dollaro e bond, ma il non far nulla potrebbe compromettere una crescita che in gran parte dell'Occidente è già flebile;

6. I recenti minimi di marzo rappresentano una ricorrenza statistica tipica degli ultimi decenni e al contempo sono i veri spartiac-

### I punti cardine dell'Eurostoxx sono a 3.070-3.150

Il supporto tattico è a 2.835, quello strategico invece a 2.720 punti



que fra uno scenario strategico positivo e uno negativo;

7. fino a che questi minimi tengono, e in particolare fino a giugno-luglio, le correzioni sono opportunità di acquisto. La perforazione al ribasso dei minimi di marzo provocherebbe, viceversa, un ribaltamento di strategia, da «buy-on-dips» a «sell-on-peaks».

Sull'Eurostoxx50 le resistenze cardine sono a 3.070/150, mentre i supporti sono 2.835 (tattico) e 2.720 (strategico). I corrispondenti livelli dell'S&P500 - necessari per confermare qualunque spinta direzio-

nale - sono 1.320 e 1.260/50 come supporti, mentre i recenti massimi di 1.370 sono la resistenza. Ma attenzione anche ai corrispondenti livelli espressi in euro, dove l'indice Usa - che adesso vale circa 900 - ha la resistenza a 960 e il supporto-chiave a 860-820. Attenzione anche al supporto di 7.000 del Dax, che è il mercato europeo più forte. Il grafico dell'indice europeo evidenzia come da un anno e mezzo le quotazioni si muovano in un range laterale: i livelli grafici non a caso corrispondono ai livelli quantitativi sopra indicati.

\*www.francescocaruso.ch