

“Gli uomini erano stupidi, insensati, orribili bestioni, che per lunga età non poterono esser capaci del vero e della ragione, che non conoscevano nessuna divinità, che dovevano pensare a forti spinte di violentissime passioni, che è il pensar da bestie. Eppure homo non intelligendo fit omnia, nel senso che l'uomo ha costruito il mondo e se stesso ancor prima che brillasse in lui la scintilla dell'intelligenza, condotto dal sentimento. Gli uomini prima sentono senza avvertire, poi avvertono con animo perturbato e commosso, finalmente riflettono con mente pura.” G.B. Vico

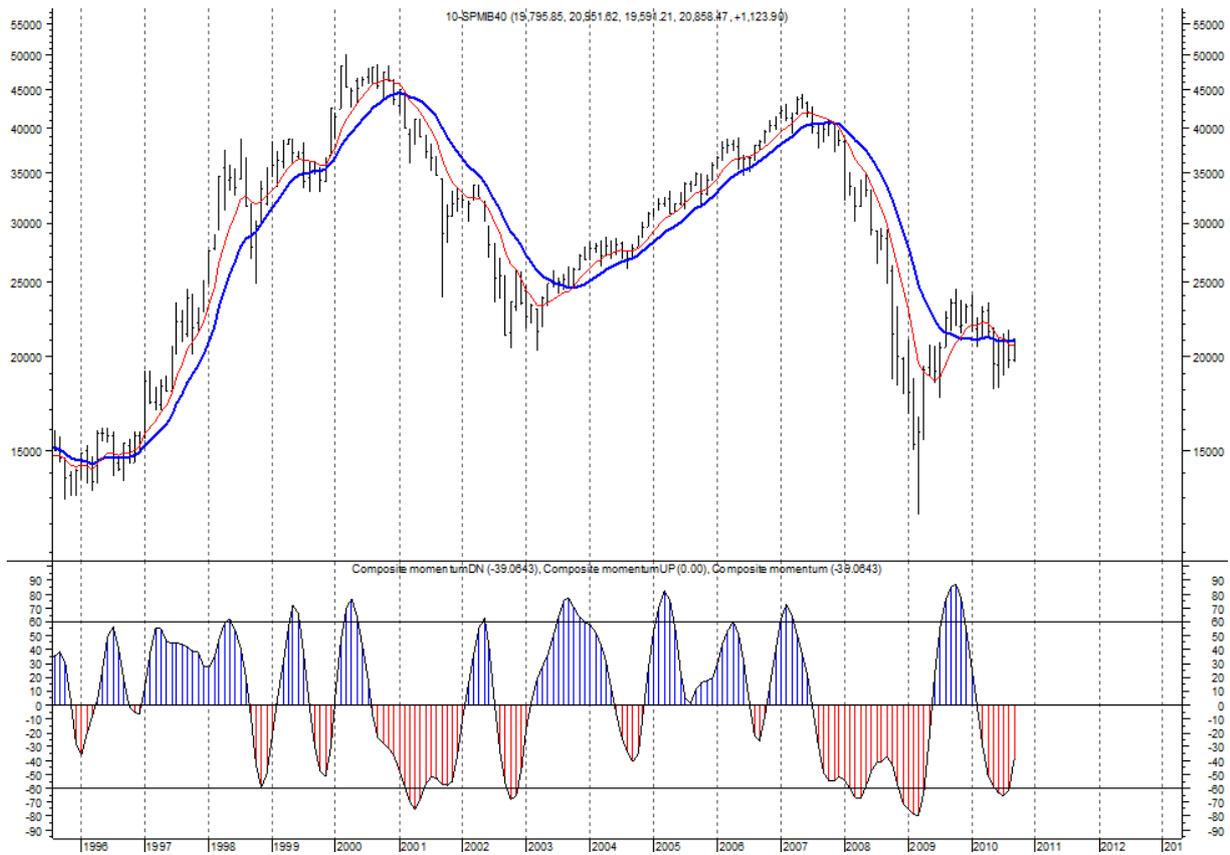


Giambattista Vico (Napoli, 23 giugno 1668 – Napoli, 23 gennaio 1744)

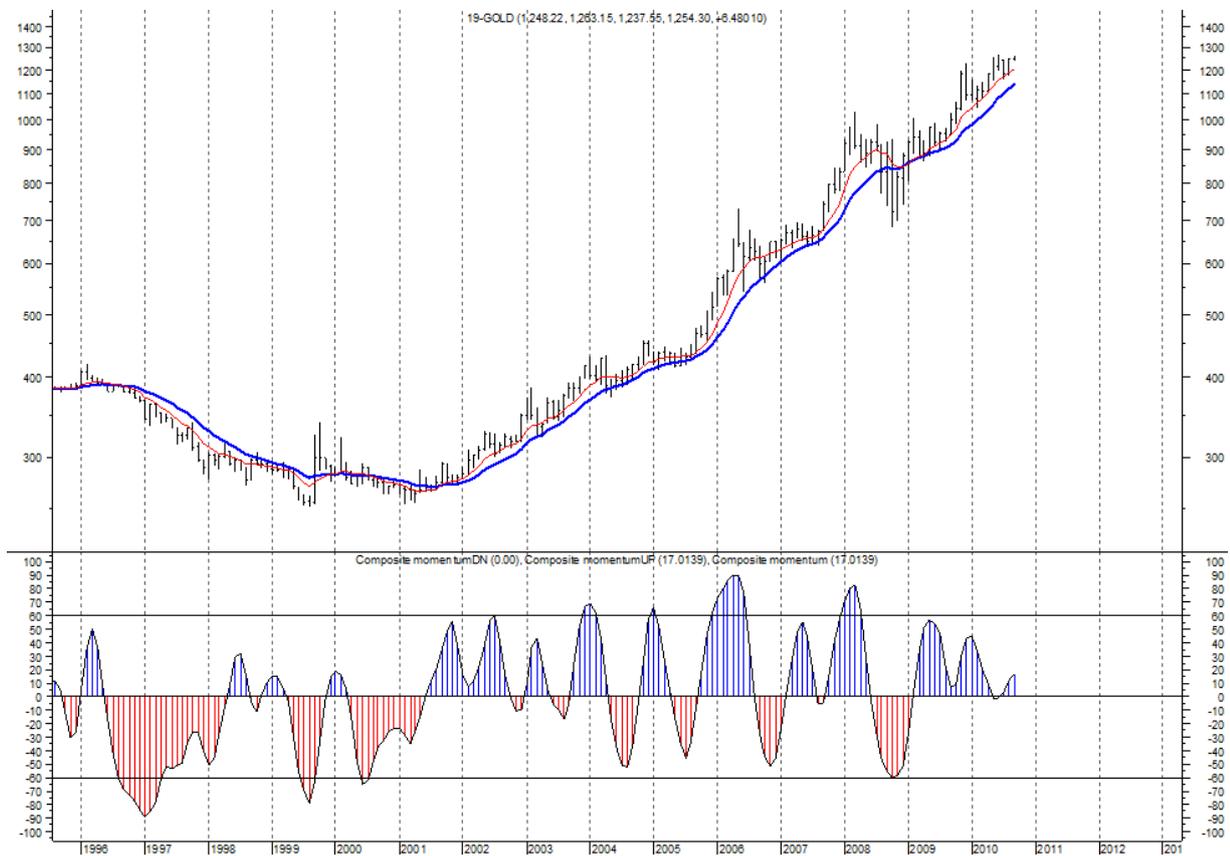
Se nella storia pur tra le violenze, i disordini, le incongruenze, appare un ordine e un progressivo sviluppo ciò è dovuto, secondo Vico, all'azione della Provvidenza che immette nell'agire dell'uomo un principio di verità. Vico ebbe, tra le altre, l'intuizione dello sviluppo umano come dominato da corsi e ricorsi storici. Moltissimi economisti hanno centrato – negli ultimi due secoli – il proprio lavoro di costruzione teorica proprio sullo sviluppo materiale e terreno di questi “corsi e ricorsi”, cioè sui cicli. Molto spesso, queste impalcature teoriche non erano solo fatte per capire i cicli, ma per studiare come influenzarli e – di conseguenza – distorcerli. Nel concetto stesso di “distorsione” è implicito il concetto di “alterazione della materia”. L'alterazione ha principalmente tre effetti: il mutamento definitivo, la rottura o il ritorno allo stato originale (quando questa distorsione è applicata a un materiale elastico).

Di quale materiale sono fatti i mercati? I mercati sono fatti di uomini: non di teorie. I castelli di carta non reggono. Il 31.12.2000 l'SP MIB valeva oltre 43mila punti. Ieri ne valeva meno di 21mila: meno della metà di 10 anni fa. Immaginando che domani l'indice guadagnasse il 50%, arriverebbe a poco più di 31000. Immaginando che dopodomani guadagnasse un altro 40%, tornerebbe finalmente a quanto valeva a fine 2000. Parificando il flusso cedolare con l'inflazione e considerando un mondo irrealistico di commissioni zero, l'investitore che avesse come prezzo medio le chiusure di fine 2000, sarebbe finalmente in pari. Dopo dieci anni. Se l'indice sale del 50% domani e del 40% dopodomani. Giusto per capirci: non è un esempio così malsano. L'S&P500, espresso in Euro, ha gli stessi identici numeri. Tokyo è peggio. Il Dax è un po' meglio e i mercati emergenti sono i migliori. Ma per tutti o quasi vale la stessa realtà: un ritorno negativo sui 10 anni, periodo di tempo abbastanza lungo per essere considerato significativo. I dati provano che qualunque asset allocation che avesse al proprio interno l'equity è stata tanto più perdente quanto meno era flessibile questa quota stessa di equity. In questo stesso periodo, gli assets che si sono comportati meglio (ognuno in relazione alla propria volatilità) sono oro e bonds.

SP MIB – monthly



Oro – monthly



Prima ancora che una disamina tecnica, occorre una riflessione sul significato di questo dato. I mercati non sono “cattivi”, non sono “sottovalutati”, non “penalizzano le borse”, come spesso si legge scioccamente.

Semplicemente, chiedono alle borse di piu' in termini di P/E. I mercati sono fatti da investitori: e questi investitori non intendono prestare soldi alle borse, se non dietro pagamento di una cedola piu' alta. Tutto qui.

Il messaggio chiarissimo degli ultimi dieci anni di borsa è: profonda contrazione economica, crisi strutturale (non ciclica! Non ciclica come ci vogliono far credere! La distorsione dei cicli attuata attraverso certe politiche economiche non ha fatto in ultima analisi che peggiorarne gli effetti: e i corsi e ricorsi di Vico vincono ancora) e ricerca di una valuta-rifugio, alternativa alle grandi bugie delle banche centrali. Finirà tutto questo? Ma certo. “*Everything in life moves in cycles*”.

Tornando alla correlazione borse-economie, le svolte primarie sui mercati azionari arrivano prima o in stretta coincidenza con le svolte dei cicli economici. Il crollo del 2007-2009 ha visto una caduta di tutte le componenti economiche, prime fra tutte l'occupazione e la fiducia dei consumatori. Conseguentemente alle enormi azioni concertate dei governi e delle banche centrali e alla politica di tassi-zero, dalla primavera del 2009 si è assistito a una ripresa pilotata essenzialmente dai consumi, solo marginalmente dalle altre componenti e per nulla dall'occupazione, bloccata su livelli da recessione.

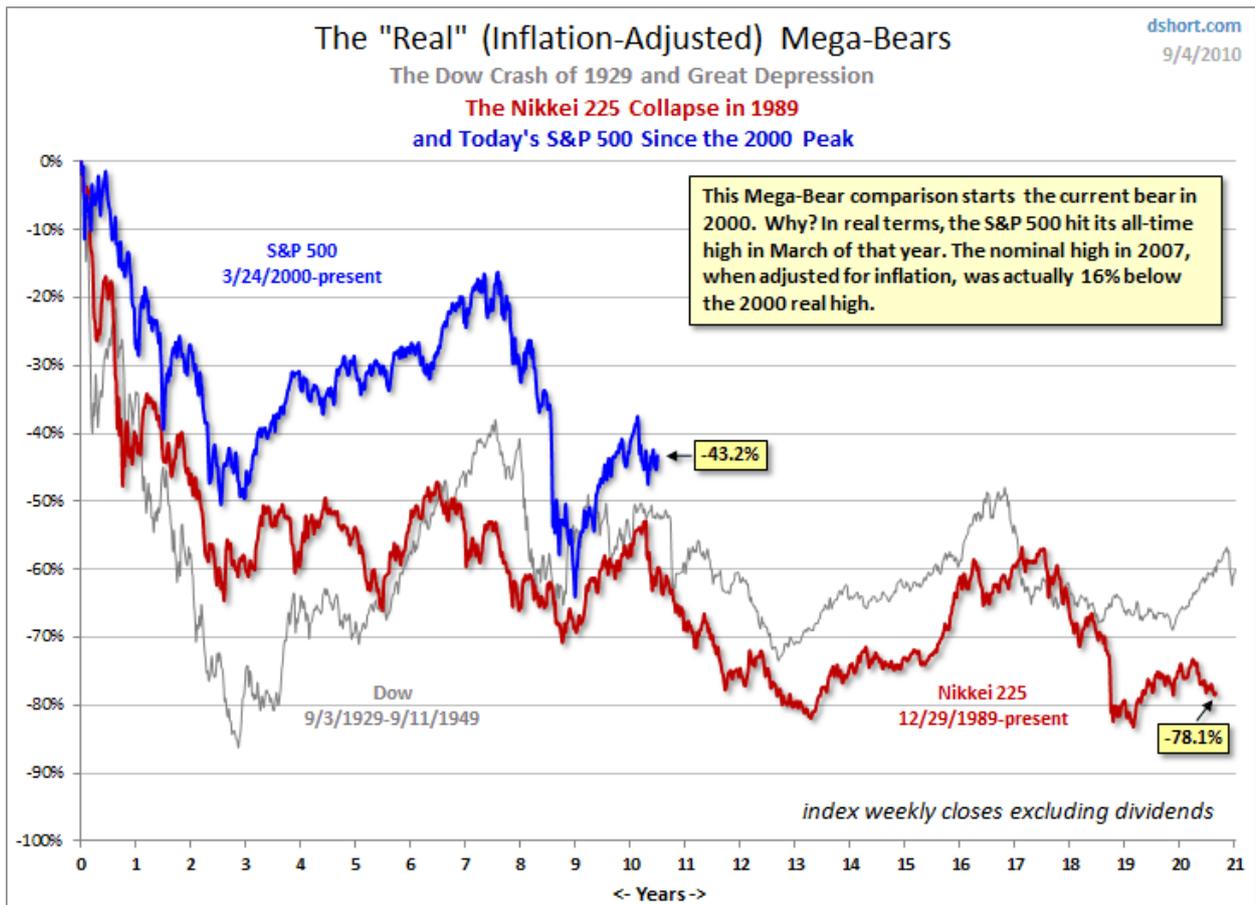
Questa ripresa a “V” è rimasta quindi finora monca in una sua componente essenziale: la vera ripresa economica e il conseguente aumento dell'occupazione. I mercati hanno perfettamente registrato tutto questo, risalendo forte per 6-9 mesi per poi fermarsi in un'incertezza che si è tramutata tecnicamente in un ampio trading range laterale, fatto di false ripartenze e false rotture: in generale, un movimento psicologicamente estenuante, per nulla produttivo per l'investitore “strategico”, forse parzialmente produttivo per il trader. Non è certo un caso che i settori migliori siano stati e siano tuttora quelli legati al consumo.

Nel frattempo, i rendimenti dei bonds statali sono crollati, al punto che un due anni tedesco ormai non copre piu' come cedola nemmeno l'inflazione e i rendimenti delle scadenze lunghe sono ai minimi storici.

Il dilemma profondo che a questo punto lega economie e mercati – non solo azionari – è il seguente: (1) gli stimoli riescono a far riprendere strutturalmente economie e occupazione, nel qual caso il prossimo step strategico sui mercati è acquistare equity e vendere bonds; (2) gli stimoli riescono soltanto a bilanciare uno stato semicomatoso delle economie, nel qual caso i rendimenti resteranno bassi a lungo e le borse si continueranno a muovere in una fascia piu' o meno stretta, ma comunque senza un trend degno di tal nome; (3) una volta percepita la fine degli stimoli e interiorizzato il rischio di una nuova contrazione, il consumatore – vero stimolo di questa ripresa – smette “tout court” di consumare, con una ricaduta immediata e pesante sull'economia e senza che le banche centrali abbiano piu' a disposizione l'adrenalina della riduzione dei tassi: borse giu' e bonds (ma solo di qualità) ancora su.

Quest'ultimo scenario è quello che tutti vogliono evitare: tecnicamente è chiamato “W” e corrisponde grosso modo allo scenario deflazionistico giapponese, che tutti danno per evitato ma che continua a tormentare anche Bernanke, che parla di “unconventional methods” (???) per combatterlo. Il mondo – economico e degli esperti - su queste tre ipotesi è spaccato. “Dr. Doom” Roubini, diversi economisti specie di scuola austriaca e alcuni strategist di grandi banche propendono per le ipotesi 2 e 3, mentre ovviamente a livello ufficiale – pur non nascondendosi le difficoltà e parlando esplicitamente di una politica a oltranza dei “tassi zero” – si propende per la 2, con una direzione di fondo verso la 1.

Il grafico che segue è – in proposito - da meditare, in quanto visualizza la profonda sintonia ritmica delle tre grandi fasi di contrazione deflazionistica della storia borsistica: USA 1929 →, Giappone 1990 →, Economie occidentali 2000 →.



Sui bonds mi sono già espresso: a mio avviso non esiste valore, specie in relazione alle media storica di rendimento. Quando qualche giorno fa ho dato il "sell" sul 10 anni, il rendimento era arrivato sotto alla seconda deviazione standard decennale! Il rendimento di un bond è fatto di due componenti: tasso e rischio di credito. Se in questo momento c'è una di queste due componenti che ha valore, non è certo il tasso ma è il rischio di credito. Sul tasso c'è una componente di rischio altissima. In sostanza, bisognerebbe guardare a convertibili e CDS e non ai bonds tradizionali.

Sull'oro seguo il trend e tengo, con stop strategico – secondo i miei modelli – a 1175, sia per questo mese che per Ottobre. Interessantissimo il fatto che il piu' grande trend dell'ultimo decennio sia pesantemente osteggiato e combattuto, a partire da governi e banche centrali (in USA hanno alzato la tassa sugli investimenti in oro...). Se l'oro ha ancora da salire, argento e azioni aurifere hanno ancora piu' spazio del metallo giallo.

Sulle borse si resta in attesa del verdetto del mercato, con un bias ancora incerto ma lievemente piu' positivo di qualche settimana fa. Non c'è stata rottura al ribasso e questo è bene. I miei modelli matematici sugli indici sono tutti neutrali: indicano il cambio di trend al rialzo per Settembre sopra 1150 S&P, 2850 ES50, 21633 SP MIB. Se questi livelli non venissero toccati, dal 1 Ottobre si abbasserebbero di quasi 3 punti percentuali, "avvicinando" il segnale. La cosa interessante è che – fatto 100 un portafoglio equity – i modelli sovrappesano fortemente Asia e EMG (30%) ma anche Europa (45%), mentre sottopesano gli USA (25%). I miei modelli sbagliano, ma molto poco e sicuramente meno di me: quindi questo sottopeso relativo degli USA mi incuriosisce, specie se fosse confermato nei prossimi mesi.

Non entro nel merito dei singoli titoli perché per ora non ne vale la pena.

Sulle valute, resto dell'idea che il CHF sia pesantemente sopravvalutato (anche l'EUR/CHF è fuori dalla standard deviation di lungo), mentre sull'EUR/USD mi attengo ai livelli del modello, che indicherebbe un'uscita strategica dai USD solo sopra 1.3340 questo mese e a 1.3055 il mese prossimo.

Questi sono mercati dove le opinioni valgono un tanto al chilo e dove contano solo i numeri.

www.francescocaruso.ch