

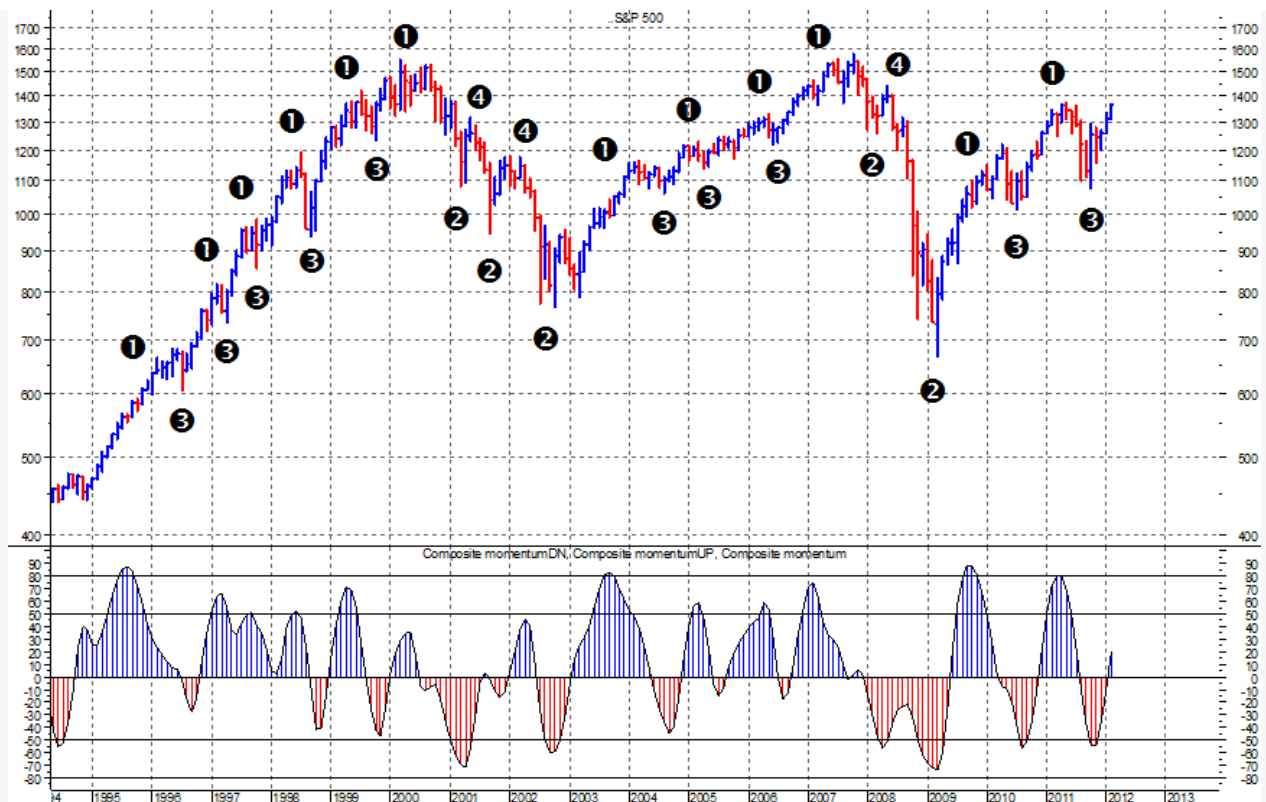
NEL GIARDINO DELLE DELIZIE – 25.02.2012



Il Trittico del Giardino delle Delizie di Hieronymus Bosch, una delle vette massime della tecnica pittorica (Museo Prado, Madrid)

L'investitore è di gran lunga il nemico più letale di se stesso. Quando il mercato scende, teme il tracollo ma - sotto sotto - cova la velleità del cercare i minimi con un colpo alla Maradona. Quando sale, valuta la salita come incongrua ed eccessiva ed è ipersensibile a qualunque minima fluttuazione che lo porti a pensare che ci sia un massimo. E' così, per quasi tutti, quasi sempre. Questo è uno dei motivi per cui i mercati sono perfette macchine per deludere e hanno - in ultima analisi - ragione sempre e solo loro. Categorizzando in ordine di gravità gli errori, almeno secondo la mia personale esperienza, ipotizzo questa classifica:

- al primo posto assoluto e incontrastato nella classifica delle strategie che consumano, fanno crollare l'autostima e alla fine si rivelano una vera delusione in termini di [ritorno:rischio] c'è LA RICERCA DEL TOP IN UN TREND RIALZISTA; (TIPO 1)
- segue, a grande distanza ma lievemente meno letale, se affrontata con i dovuti strumenti: LA RICERCA DEL MINIMO IN UN TREND RIBASSISTA; (TIPO 2)
- molto meno pericolosa e molto spesso profittevole, invece, anche se non semplice, è LA RICERCA DEI MINIMI NELLE CORREZIONI AL RIBASSO DI UN UPTREND; (TIPO 3)
- ultima, quindi prima per logica, opportunismo, reward/risk e profittabilità è LA RICERCA DEI MASSIMI NELLE CORREZIONI AL RIALZO IN UN DOWNTREND (TIPO 4).



Esempio delle 4 diverse tattiche su base di medio/lungo termine, S&P500

Perché? Semplice. Primo, perché un trend va assecondato e non combattuto, in quanto nessuno sa quando finisce se non dopo l'ultima correzione. Secondo, perché in presenza di un asset sottostante (borsa, bond, commodity ecc.: ma non quindi quando si parla di valute che sono una il reciproco dell'altra) la fase distributiva (top) è spesso lavorata, lunga. Mentre la fase di calo, che si tratti di correzione (che serve a correggere eccessi tecnici e psicologici e a riportare dubbio nel trend di base) o di movimento al ribasso, termina molto spesso con un picco di volatilità (capitolazione, panic selling) seguito dall'inversione, quindi un movimento più veloce.

LEGGE DI GRAVITA' APPLICATA AI MERCATI: I CALI SONO MEDIAMENTE MOLTO PIU' VOLATILI E CONCENTRATI NEL TEMPO DELLE SALITE.

Terzo, perché la psiche umana tende a far prevalere il basso istinto (paura, avidità) sull'algido calcolo probabilistico: quindi le due strategie migliori > attendere con pazienza le correzioni (al ribasso in un uptrend e al rialzo in un downtrend) per sfruttarle, sono quanto di più lontano ci sia dall'atteggiamento di mercato della maggior parte degli operatori, investitori ma spesso anche traders.

Quindi mi immagino il ruminamento mentale dopo essere passati da una situazione di crisi ipervolatile a una specie di Nirvana in cui tutto sale tite e titoc, con la volatilità e lo sprint di un vecchio canarino in gabbia.

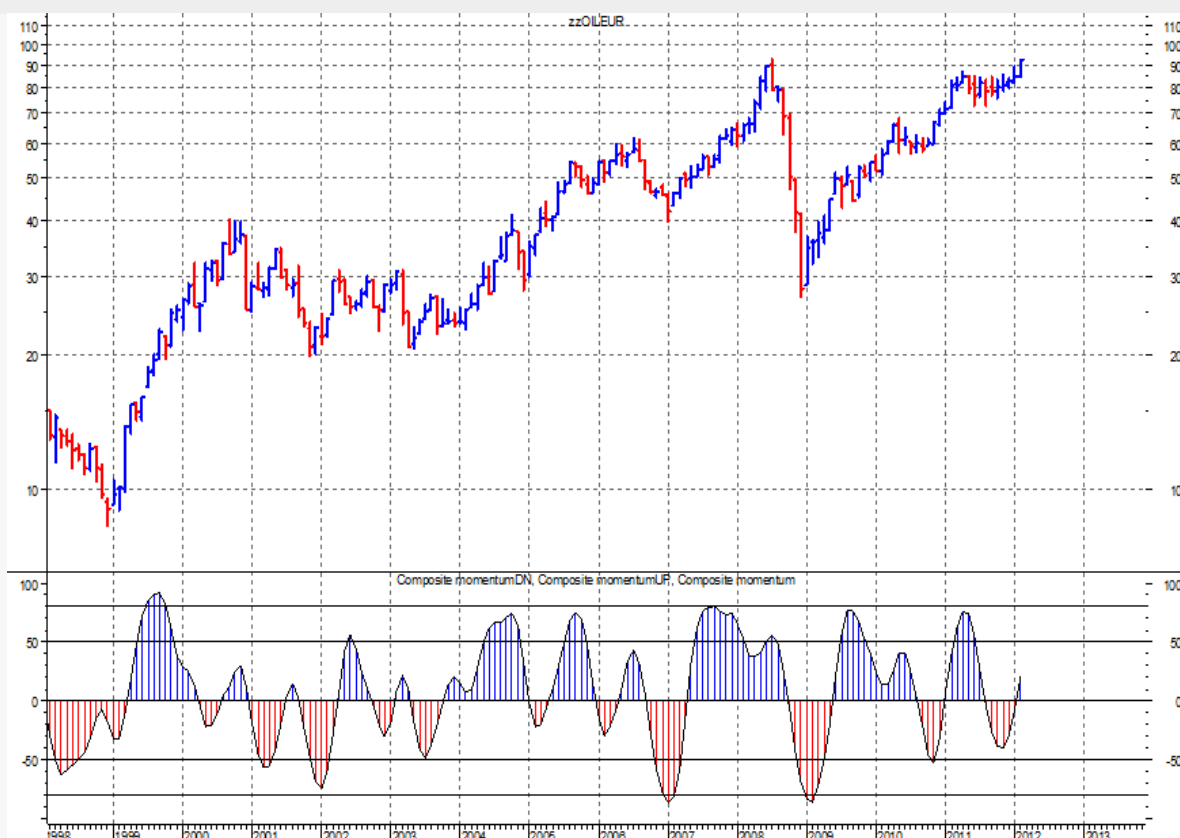
ECCO IL MONDO PERFETTO - I tassi sono a zero e saranno mantenuti così in quanto le banche centrali non possono permettersi di rinnovare il proprio debito se non a tassi infimi, pena un rapido ritorno agli inferi del rapporto debito/PIL. Ora, questo da un lato svuota di ogni significato di investimento la parte bond, o almeno così dovrebbe per l'*homo rationalis*, in quanto A) i titoli pubblici con rating accettabile garantiscono solo di perdere potere di acquisto reale a scadenza; B) i corporate hanno stretto tantissimo in termini di rischio di credito e prezzano il rischio tasso in modo totalmente incongruo in prospettiva (ma questo è comune a tutto il mondo bond, ormai mitridatizzato dai mamba delle banche centrali e devoto sacerdote della perpetuazione degli zero rates). Gli unici che hanno un po' di valore sembrerebbero proprio i governativi degli ex paesi in

predefault (Italia) e gli high yield bonds, che hanno un flusso cedolare ancora notevole. Questa regione del mondo perfetto sale perché gli viene impedito di scendere: al massimo sta ferma. Poco rendimento, poco rischio (apparentemente).

L'investitore che vuol vivere in questa vasta regione la trova quindi in questo periodo molto tranquilla, sotto rigoroso controllo delle autorità ma anche scarsamente attrattiva: si vivacchia ma non si diventa certo ricchi, almeno non ora. Anzi, nel tempo, i numeri dicono (e qui Buffett ha ragione, vedi [post precedente](#)) che il potere di acquisto reale viene eroso abbastanza velocemente.

La regione confinante è l'equity. Fino a poco tempo fa era una regione profondamente turbolenta e pericolosa, un vero terreno minato ciclicamente sottoposto a terremoti devastanti (1998, 2000-2003, 2008-2009, 2011). Ma i nuovi regolatori dell'ordine l'autunno scorso hanno fatto un buon lavoro, emarginando i (supposti) cattivi ribassisti, salvo farli generosamente rientrare proprio l'altro giorno: ma sempre sotto stretto controllo. Negli ultimi mesi la regione equity è cresciuta bene, sono state ricreate strutture positive grazie anche ai flussi che sono arrivati dalle altre aree, talmente poco remunerative e competitive da non rappresentare un'alternativa. Non tutto qui va bene, non tutto è chiaro: ma quello che va bene per ora supera quello che va male, i problemi li nascondiamo sotto il tappeto e tutti giù a comperare, un poco per volta però e solo dove il rallentamento sembra fare meno male.

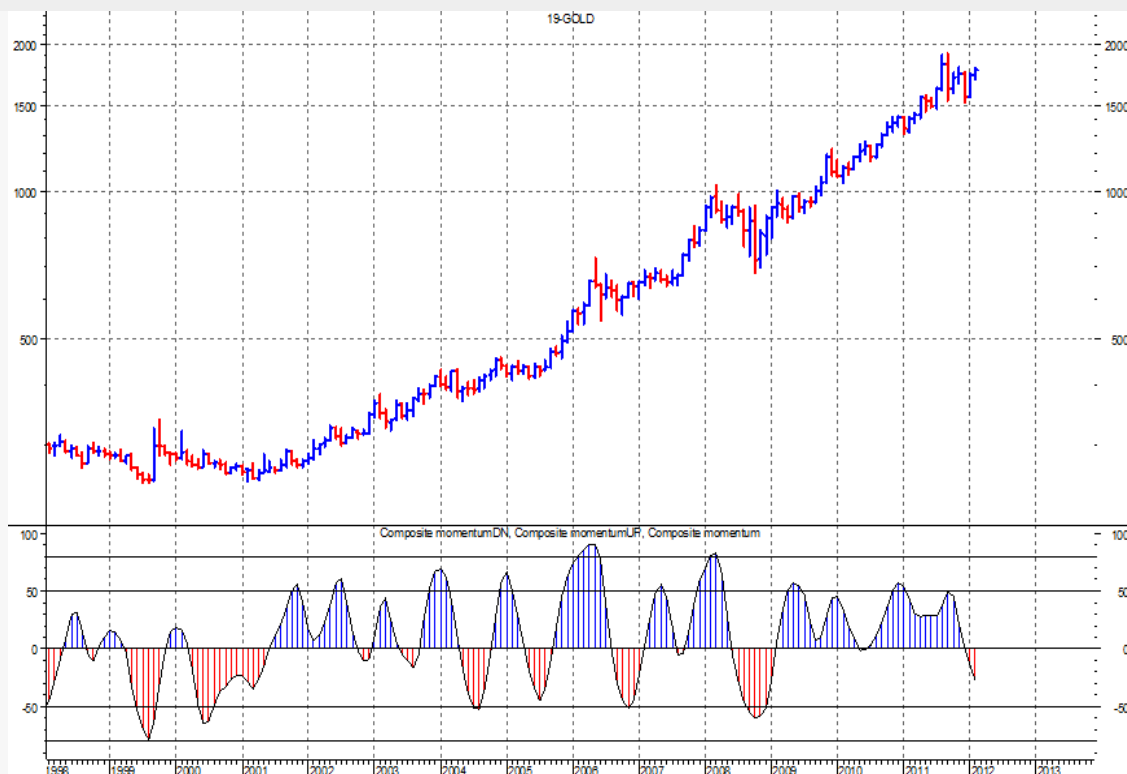
Poco importa se il Brent in Euro è ai massimi storici



Brent in EURO

e il prezzo della benzina crea inflazione e deflazione insieme, aumentando i costi e drenando liquidità al consumo: tanto i tassi lo decidono le banche centrali dove stanno. Poco importa se le valute sono necrotizzate in una volatilità da cambi semifissi: l'importante è che le ex valute forti (SWF e JPY) ora non possano più salire ed anzi scendano e creino leva e profitti per il carry trade valutario, che insieme alla nuova ondata di zero money permetterà alle banche in crisi di andare a fare carry trade enormi sui titoli governativi, bonds dell'EFSF compresi (che rendono comunque di più) e di ricostruirsi le riserve di liquidità distrutte da

bonds greci & c. Poco importa se nemmeno Warren Buffet riesce (per ora) a scalfire il senso profondo dell'oro, che non è asset, non è valuta ma è qualcosa che trascende: valvola di depressurizzazione del sistema finanziario globale.



Oro, dati mensili

L'ANNO DELLA BANCA CENTRALE – Insomma, il 2012 si sta dimostrando essere l'Anno della Banca centrale, una celebrazione entusiasmante di tutte le manovre meravigliose che le banche centrali possono impiegare per impedire al sistema di cadere a pezzi, specie nell'anno delle 40 elezioni. Le Banche centrali occidentali hanno iniziato ad andare in crisi completa dallo scorso novembre, quando hanno deciso, colluso e stampato la loro via d'uscita da quel caos che è la zona euro. La scala e la frequenza della loro manovra sembra aumentare con il passare di ogni settimana, e parla meglio di qualunque commento della fragilità disperata del sistema finanziario.

La prima grande manovra ha avuto luogo il 30 novembre 2011, quando il mondo del G6 (Federal Reserve, la Bank of England, la Banca del Giappone, la Banca Centrale Europea [BCE], la Banca nazionale svizzera, e la Banca del Canada) ha annunciato "azioni coordinate per migliorare la capacità di fornire sostegno alla liquidità del sistema finanziario globale". Per farla breve, nel tentativo di evitare un collasso totale del sistema bancario europeo, la Fed ha accettato di offrire illimitati accordi di swap in dollari con le altre banche centrali. Questi swap in dollari consentono alle altre banche centrali, in particolare alla BCE, di prendere in prestito dollari dalla Federal Reserve e prestare alle rispettive banche nazionali per far fronte ai ritiri ed effettuare pagamenti del debito. Fino al 1 febbraio 2013, la Federal Reserve è, e sarà pronta a fornire il maggior numero di dollari necessario a evitare che il sistema finanziario imploda. Dal momento che nemmeno un numero illimitato di linee di swap degli Stati Uniti è stato sufficiente a risolvere il problema, circa tre settimane più tardi, il 21 dicembre 2011, la Banca centrale europea ha lanciato la prima tranche del suo piano di rifinanziamento a lungo termine. Con questo programma la BCE ha allagato 523 diverse banche europee con 489 miliardi di euro di prestiti a 3 anni. Una seconda tranche di prestiti è prevista per la fine di febbraio, fra 300 miliardi e più di 1 trilione di euro. La buona notizia è che i rendimenti obbligazionari italiani, portoghesi e spagnoli sono diminuiti dopo il primo intervento, il che suggerisce che almeno una parte dei fondi iniziali sono stati reinvestiti dentro le aste del debito sovrano. La cattiva notizia è che le banche, in particolare quelle della zona euro, hanno con il quantitative easing (QE) un rapporto simile a quello che un drogato ha con le sostanze stupefacenti: una volta agganciato, può essere molto difficile fermarsi. La Gran Bretagna è sicuramente agganciata. Il 9 febbraio 2012, la Bank of England ha annunciato un altro QE per 50 miliardi di

sterline, aumentando il QE totale a £ 325.000.000.000 dal marzo 2009. Il Giappone è pure agganciato. Il 14 febbraio 2012, la Banca del Giappone ha annunciato una espansione di 10.000 miliardi di JPY (\$ 129 miliardi di euro) al suo programma di QE, portando il suo totale del programma QE a 65.000 miliardi di JPY (\$ 825 miliardi di euro). Per non essere da meno, nella più recente conferenza stampa della Fed, il presidente della Fed Bernanke ha segnalato che la Fed manterrà i tassi di interesse vicino allo zero fino alla fine del 2014, che è 18 mesi più tardi di quanto aveva promesso nelle riunioni della Fed dello scorso anno. Se Bernanke mantiene la sua parola, entro la fine del 2014 il governo degli Stati Uniti avrà goduto di tassi di interesse vicino allo zero per sei anni di fila. Tutto questo intervento pervasivo probabilmente spiega oltre il 90 per cento della performance positiva del mercato fino ad ora. Se il G6 non avesse agito, se la BCE non avesse lanciato i programmi di rifinanziamento, se Bernanke non avesse dichiarato la continuazione della politica di tassi zero, ci si chiede dove sarebbero gli indici azionari oggi.

CONSEGUENZE NON INTENZIONALI - Quali sono le conseguenze non intenzionali di questa ripetuta narcosi del sistema? Quali sono le ripercussioni di tutto questo stampaggio selvaggio e ormai privo di senso di soldi? In primo luogo, senza il continuo supporto della banca centrale, la liquidità interbancaria potrebbe smettere di funzionare. Questa è una delle implicazioni del programma della BCE: quando si crea un programma di prestiti per salvare le banche dell'UE, ognuna di queste 523 banche che partecipa in sostanza ammette di avere un problema. E se hanno tutte un problema come possono prestarsi denaro tra di loro? Se sei una banca che ha partecipato al programma perché eri sull'orlo del fallimento, come fai a fidarti di altre banche che hanno approfittato dello stesso programma? Il Programma della BCE ha il potenziale per essere molto pericoloso.

La seconda conseguenza non voluta è l'impatto che gli interventi hanno avuto sulla percezione di solvibilità dei paesi non-G6. Un creditore estero di Stati Uniti, Gran Bretagna, Europa e Giappone, quanto può essere confidente nel prestare loro del denaro? Come si fa a concedere serenamente prestiti a paesi il cui unico modo di risolvere un problema è la loro capacità di fare iniezioni di liquidità stampate dalle rispettive banche centrali? Andando oltre, cosa accadrebbe se il resto del mondo iniziasse a mettere in discussione le banche centrali stesse del G6? Qual'è il piano di salvataggio del sistema finanziario se il mercato (parlo del mercato extra G6) si dovesse mai muovere contro la Fed o la BCE? Nel 2008-2009 furono le banche a perdere credibilità, salvate dagli stati. Nel 2010-2011 furono i debiti sovrani, in particolare in Europa (ma non dimentichiamoci che gli USA viaggiano a "doppia A" da mesi, nel silenzio assoluto...) a perdere credibilità, salvati dalle rispettive banche centrali e da una rete globale. Ma non c'è prestatore di ultima istanza per le banche centrali stesse. I prestatori esteri sanno che perderanno, come minimo, almeno il 2 per cento del potere d'acquisto sui loro prestiti agli Stati Uniti nel 2012. Pertanto, è ovvio vedere i paesi cosiddetti "emergenti" – ma che rappresentano oltre il 50% del PIL mondiale – alla ricerca di asset alternativi che abbiano una migliore possibilità di proteggere la loro ricchezza nel lungo termine. Come l'oro. La Cina ha ridotto la sua esposizione al debito USA di 32 miliardi di USD solo nel mese di dicembre. La Cina, che ha prodotto 360 tonnellate di oro l'anno scorso, ne ha anche importato ulteriori 428 tonnellate nel 2011. I cosiddetti esperti hanno l'abitudine di minimizzare questi numeri, ma sembra abbastanza chiaro: la Cina non aspetta il prossimo programma di QE per diversificare. Questi paesi stanno accelerando il loro allontanamento dalle valute di carta, verso i beni reali.

LE RIPERCUSSIONI SUL SISTEMA PENSIONISTICO - L'intervento delle banche centrali rischia di non funzionare come previsto. Le conseguenze impreviste potrebbero finire per annullare i benefici a breve termine. Già nel 2008, quando la Fed ha introdotto i tassi di interesse zero, tutti pensavano che fosse una grande politica. Quattro anni più tardi, tuttavia, si stanno finalmente cominciando a capire gli effetti collaterali sui risparmiatori. Basta guardare il settore delle pensioni: secondo Credit Suisse, delle 341 società appartenenti all'indice S&P500 con piani pensionistici autonomi, il 97 per cento sono sottofinanziate. Il principale colpevole? I tassi di interesse troppo bassi sui bonds governativi, principale fonte di copertura dei modelli pensionistici. In Europa gli obblighi pensionistici statali sono stimati a un totale di 30.000 miliardi di Euro, circa cinque volte il debito totale dell'Europa.

Per capire meglio il senso profondo del problema, provate a pensare di essere una assicurazione che ha contratto obbligazioni contrattuali con i propri assicurati, ipotizzando di poter contare su un ritorno cedolare medio del 4-5% e che invece si trova in un mondo dove per ottenere questi rendimenti deve correre (e far quindi correre ai propri assicurati) rischi di credito e tasso enormi. Non è una bella situazione.

Forse non ve l'ha detto nessuno, ma questi tassi zero che vi sembrano così belli e questi pseudosalvataggi a catena li stiamo pagando NOI e se non cambiano le cose li pagheranno I NOSTRI FIGLI, sotto forma di progressivo annichilimento del sistema pensionistico. I tassi zero sono una delle prime cause del rischio di non solvibilità di lungo periodo del sistema pensionistico, specie nelle sue forme di assicurazione privata. L'intero mondo finanziario è costretto a ricorrere alla leva per sopravvivere ai propri stessi errori. Chi non capisce questo è cieco e sordo. Questo è il conto del vivere per decenni sopra i propri mezzi. Lo stato sociale come lo abbiamo conosciuto è morto.

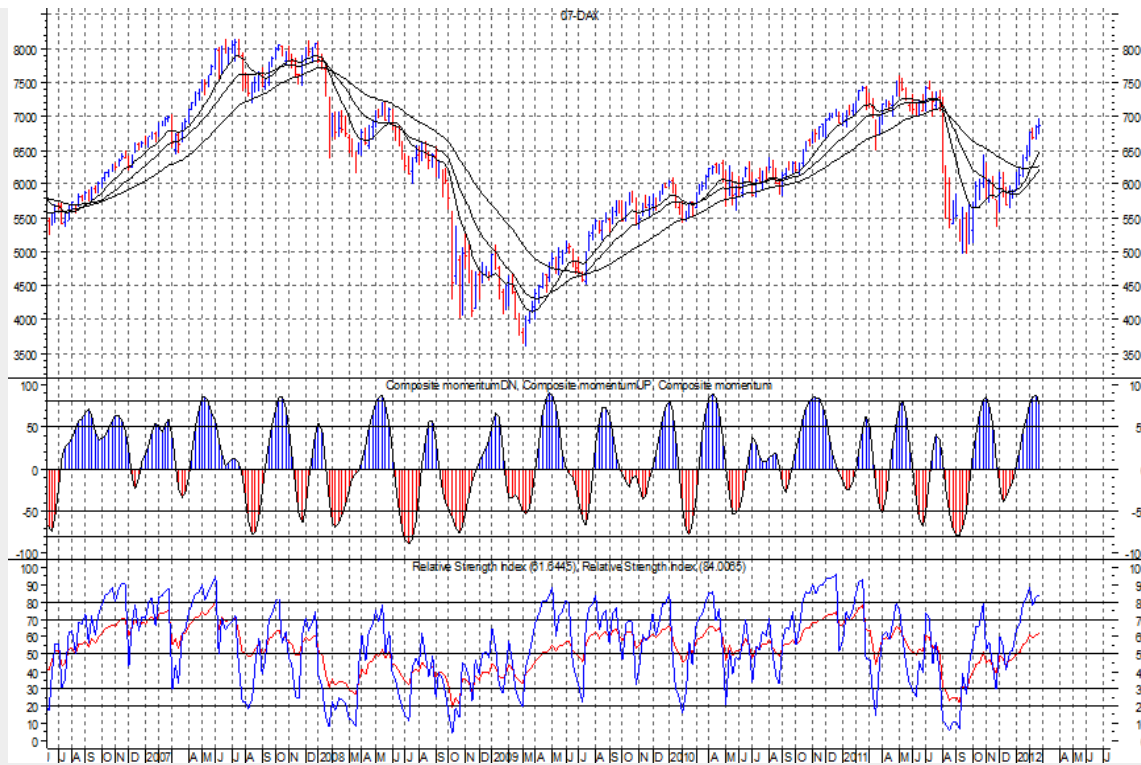
Nel meraviglioso quadro di Bosch, davanti al quale si resta annichiliti pensando a quale mente e a quale sublime tecnica possano esserne stati all'origine, a sinistra c'è il Paradiso; al centro c'è il Giardino delle Delizie, che già contiene simbologie e immagini inquietanti e tutt'altro che celestiali e che si tramuta d'improvviso – nella pala laterale – in un mondo di orrore e morte. Il mondo finanziario sta passando negli ultimi decenni dalla pala di sinistra a quella di destra. Non il contrario.

Si deve essere estremamente cauti nel giudicare favorevolmente la manovra continua di liquidità a tasso zero da parte delle banche centrali. Più le banche centrali regalano soldi per salvare il sistema, più il sistema si baserà sui loro regali per rimanere solvibile – e non si può risolvere un problema di debito con più debiti, e non è possibile stampare moneta all'infinito senza gravi conseguenze. Questo è un trasferimento fittizio di rischio: ma siccome il rischio esiste e non può essere eliminato, a un certo punto questa situazione arriverà al *redde rationem*. La storia insegna. Weimar insegna. Le banche centrali stanno alimentando una crescente sfiducia tra le nazioni creditrici costringendole ad adottare azioni preventive con le loro riserve valutarie. I singoli investitori dovrebbero prendere nota e comportarsi di conseguenza, perché sarà molto più facile godersi l' "Anno della Banca centrale" e gli anni successivi se si possiedono le cose reali che possono effettivamente beneficiare di tutta questa iperinflazione monetaria.

IL PORTAFOGLIO PERFETTO – In questo inizio anno pieno di dubbi, il vecchio, statico, noioso PORTAFOGLIO PERFETTO (25% borsa, 25% oro, 25% decennale governativo e 25% brevissimo termine) ha messo a segno in meno di due mesi +7,12% in Euro e +6,05% in USD. I maggiori contributori sono stati ovviamente borse e oro, quindi asset reali. I bonds governativi e la liquidità hanno contribuito pochissimo. Il rendimento medio annuo di questi portafogli statici nel periodo 1990-2011 è tra il 7% e il 9%, anche se le punte sono maggiori. Anche il modello dinamico, che ha performances nettamente superiori, resta al rialzo su borse e oro.

In questo macroscenario ben poco naturale credo che sia in fondo marginale entrare nel merito del contesto tecnico di breve: i mercati sono ipercomperati, i targets indicati nei precedenti post su borse, BTP e USD sono stati raggiunti. Una correzione o un assorbimento laterale, tipicamente di alcune settimane, su borse e BTP è altamente probabile. Ma la nota più forte e se vogliamo inquietante di questa situazione, sul breve, è la volatilità: molti miei indicatori sono sui minimi storici e indicano che un incremento di volatilità nelle prossime settimane è certo.

Se osserviamo il DAX (grafico sotto), notiamo come – negli ultimi anni – ogni movimento al rialzo di 1500 punti è sempre stato seguito da una correzione di una certa ampiezza. Il movimento da inizio Novembre a oggi è di 1500 punti (ca. 5450-6950).



Ma questo è un ragionamento puramente tattico e opportunistico, che puo' e deve essere visto in modo diverso da investitori e traders, mentre a me sembra che tutti ci si debba concentrare sullo scenario strategico. Nel Giardino delle Delizie ci sono molte zone oscure.