

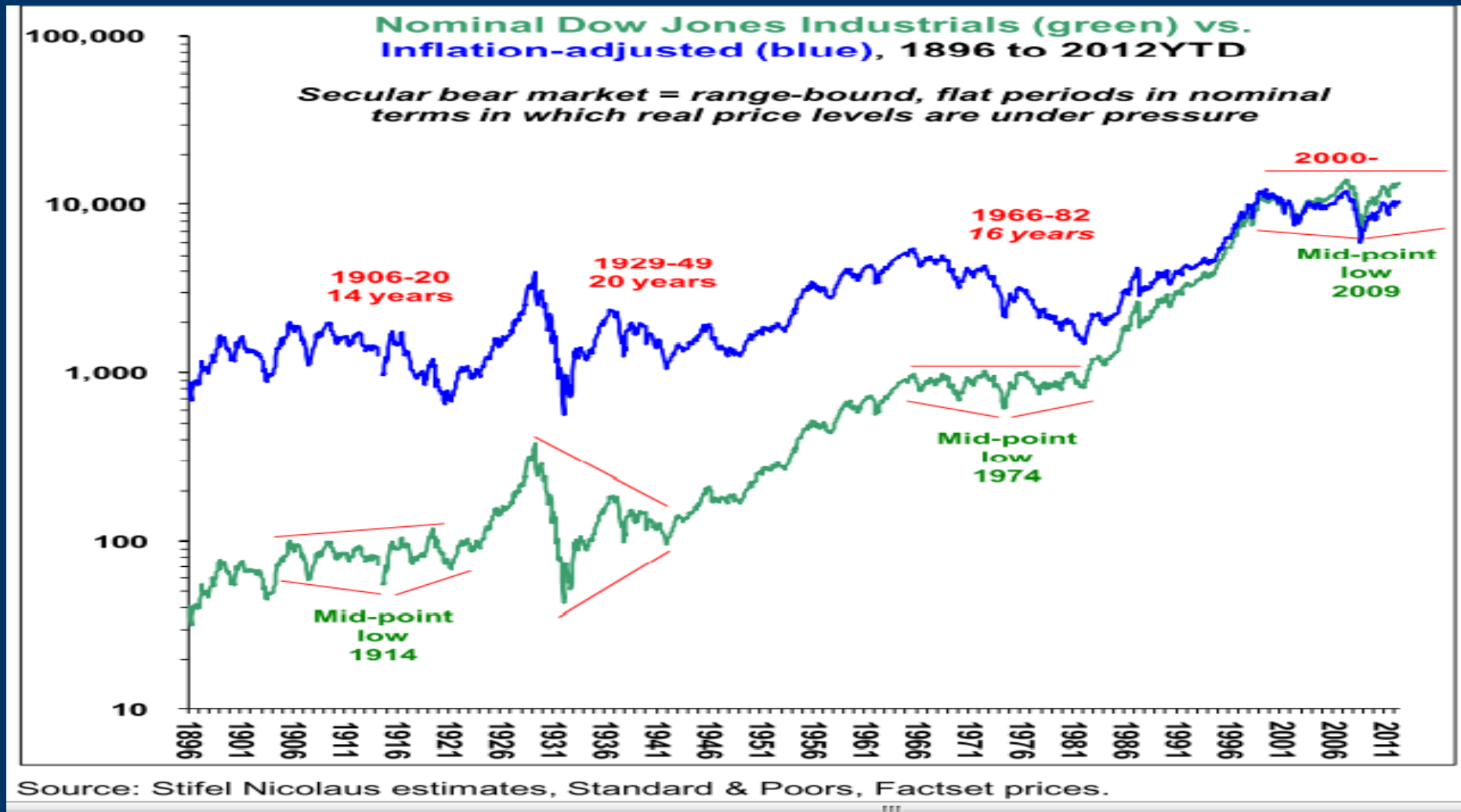
## ***HOT HOT WATER (OUTLOOK 2013)***

Con l'inizio dell'anno è ora di disegnare lo scenario che allo stato attuale ritengo più probabile e quindi disegnare l'andamento dei mercati nei prossimi mesi con il solito focus sugli indici USA, che nonostante un parziale decoupling con gli altri indici è ancora il mercato leader. La fine del 2012 ha visto un nuovo e pesante interventismo della FED ma anche della BOJ e delle autorità politiche Giapponesi sui mercati azionari che naturalmente ha disegnato ulteriormente i comportamenti delle varie asset class; è evidente che l'effetto più importante delle politiche monetarie di questi anni sono stati sicuramente l'evitare l'avvitamento economico in un ciclo deflazionistico/depressivo ma anche accrescere la competizione tra le varie banche centrali in una logica di svalutazione competitiva per sostenere la propria struttura economica in una fase di sovrapproduzione evidente. Se il primo QE è stata una risposta a scoppio ritardato alla politica mercantilistica delle banche centrali asiatiche che hanno portato allo sviluppo della bolla del debito, i successivi QE sono state altrettante risposte a politiche di svalutazione delle varie aree economiche, dall'Europa e per ultimo al Giappone. E' evidente che queste politiche hanno creato delle storture evidenti delle varie asset class, dai bond governativi dei paesi considerati sicuri o dominanti, alle obbligazioni corporate sia IG che HY che portano di conseguenza ad una presunta sottovalutazione dei mercati azionari che in realtà ha prezzi che dal punto di vista fondamentale sono ancora tendenzialmente sui prezzi attuali, sopra la media storica di periodo e non sottovalutati.

---

---

*Se diamo un'occhiata ai grafici di lungo periodo la prima cosa che balza agli occhi è che il bear market secolare sebbene sembra abbia superato la fase di minimo assoluto non ha ancora completato il suo ciclo e gli interventi delle banche centrali tendono ad allungarne lo svolgimento anche se attenuandone gli effetti causando quindi un allungamento innaturale dei cicli e poi fasi correttive violente ogni volta che si verifica una fuga della liquidità dagli asset di rischio.*



Ora, utilizzando un recente studio di JP Morgan, possiamo notare la divisioni dei cicli di lungo periodo dei mercati finanziari. Premesso che non condivido le modalità di divisione in quanto ogni performance annuale negativa dovrebbe causare una ripartenza del ciclo, questo dovrebbe far comprendere bene come nel nostro caso un ciclo di 4 anni di performance positive dei mercati è un ciclo già abbastanza maturo e che presuppone che il prossimo anno del ciclo potrebbe non essere particolarmente brillante. Se infatti dividiamo il ciclo come intendo io e cioè facendo ripartire il ciclo dopo ogni anno negativo abbiamo una corrispondenza più diretta tra il ciclo finanziario e il ciclo di Kitchin (ciclo degli inventari) esclusi le fasi in cui le politiche monetarie sovra estendono il ciclo finanziario oltre il picco del ciclo economico. Come si può notare gli ultimi due cicli rialzisti, quelli della bolla tecnologica e poi quello della bolla del debito hanno entrambi durata quinquennale appunto perché le politiche monetarie hanno avuto grossa parte nella loro resistenza e durata. A marzo 2013 entreremo nel 5 anno quindi per il ciclo economico siamo già parecchio avanti ma è possibile che le politiche monetarie diano ulteriore linfa ai mercati ma sarebbe una linfa artificiale e quindi quella linfa che viene tolta dal tavolo nel momento in cui si manifestano segnali di crisi. Nel frattempo però mentre gli analisti si aspettano una prima parte dell'anno faticosa per l'economia globale ed una seconda parte in recupero è possibile che il mercato avrà una prima parte dell'anno brillante a scontare il futuro ed una seconda parte dell'anno più difficoltosa in quanto l'eventuale risoluzione di molte delle incertezze macro potrebbe compromettere la stabilità monetaria e causare l'esplosione di una serie di potenziali bolle speculative con impatti diversificati sui mercati. L'andamento positivo dei mercati azionari è quindi estremamente legato alla riuscita trasmissione delle politiche monetarie delle banche centrali agli asset di rischio, cosa che sembrerebbe cominciare a manifestarsi. Teniamo conto che nel 2012 situazioni di crisi sistemica (Europa, rallentamento emergente, Fiscal cliff) sono state sempre occasioni di acquisto; l'eventuale abbattimento e/o riduzione di queste situazioni di pericolo potrebbe portare ad una situazione macro estremamente rischiosa tra fine 2013 e il 2014 e quindi le occasioni di acquisto di questi giorni (finanziari e titoli growth) potrebbero essere potenziali vendite di qua a qualche mese.

## ■ As we do not expect a recession in 2013, we do not expect the current bull market to end.

Figure 17: Bull Markets – Annual Equity Market Returns

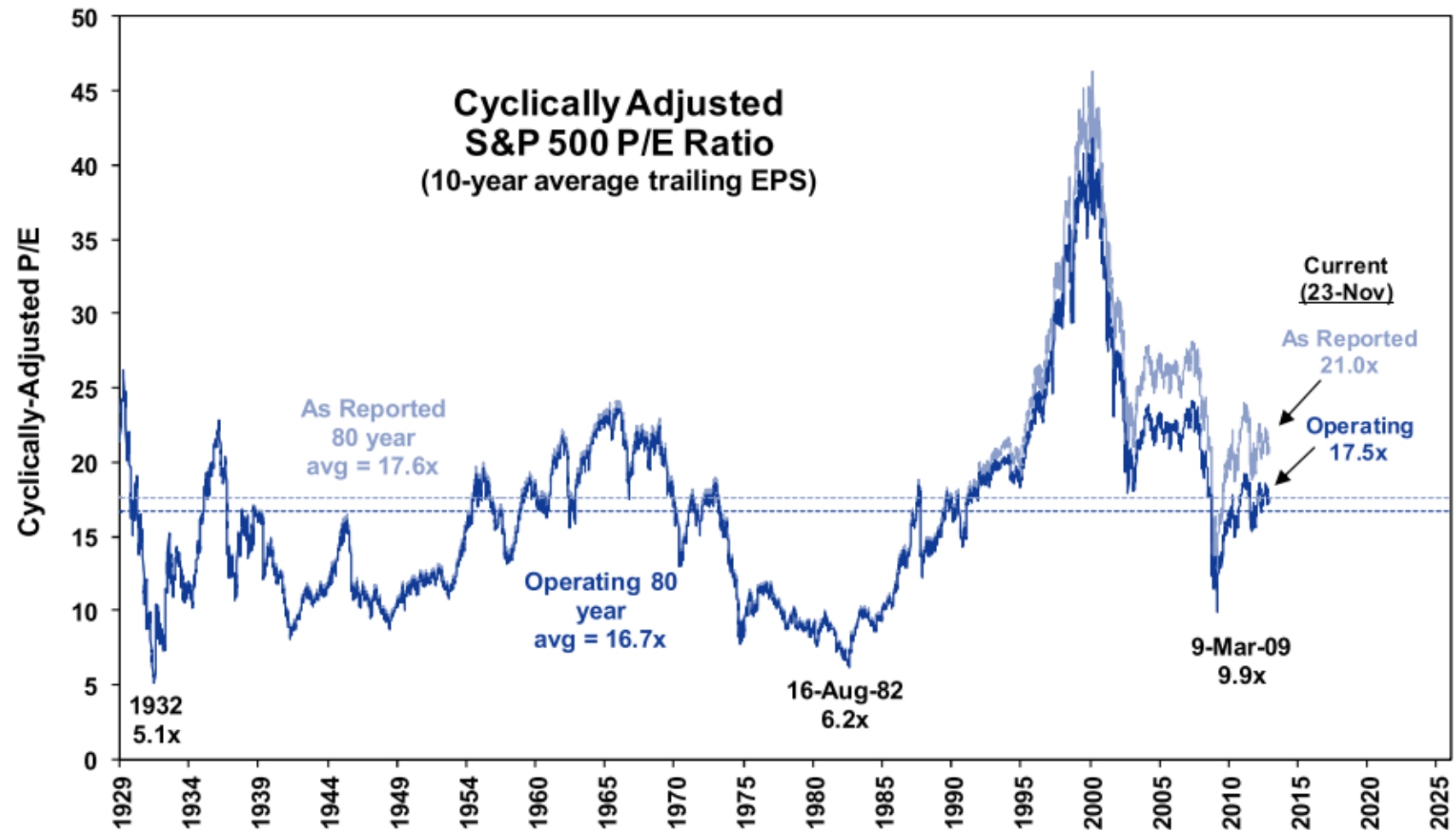
% Change; Since 1932 (Based on S&P 500 Returns)

SPX Bull Markets			Annual % change											
Start Date	End Date	Length (months)	Yr 1	Yr 2	Yr 3	Yr 4	Yr 5	Yr 6	Yr 7	Yr 8	Yr 9	Yr 10	Yr 11	Yr 12
3/14/1935	3/10/1937	24	77	29										
4/28/1942	5/29/1946	49	54	3	24	26								
6/13/1949	8/2/1956	86	42	12	13	(2)	20	37	16	5				
10/22/1957	12/12/1961	50	31	10	(5)	28								
6/26/1962	2/9/1966	44	33	17	2	4								
10/7/1966	11/29/1968	26	33	7										
5/26/1970	1/11/1973	32	44	11										
10/3/1974	11/28/1980	74	38	21	(7)	7	6	16						
8/12/1982	8/25/1987	60	58	2	14	28	38							
12/4/1987	3/24/2000	148	21	29	(8)	18	13	8	(2)	34	25	29	21	19
10/9/2002	10/9/2007	60	34	8	7	13	15							
Average return ALL years		59	42	13	5	15	19	20	7	19	25	29	21	19
3/9/2009	12/3/2012	45	69	16	3	4								

Source: J.P. Morgan and Bloomberg.

Dal punto di vista dei fondamentali il mercato USA non può essere considerato a sconto al contrario per esempio del mercato italiano che sta scontando ancora scenari quasi depressivi o di quello giapponese che mostra un potenziale rivalutativo superiore. Come evidenziamo nel grafico successivo dal punto di vista fondamentale il mercato risulta sopravvalutato ed anche se prendiamo in considerazioni altre misurazioni fondamentali il valore di equilibrio corretto del mercato USA si potrebbe collocare tranquillamente intorno ai 1200 di S&P500. Questo certo non vuol dire che il mercato deve tornare su quei livelli subito ma vuol dire che prima o poi quei livelli faranno da attrattori irresistibili per l'indice e se il mercato salirà e aumenterà la distanza da quei livelli la discesa corrispondente avrà una profondità uguale e contraria alla forza precedente dell'indice. Ricordiamoci che il bear market serve essenzialmente a comprimere il valore del rapporto prezzo utili delle aziende e questa compressione è ambivalente cioè tende a comprimersi sia con una correzione dei valori azionari ma anche attraverso una crescita degli utili delle imprese.

**Exhibit 78: S&P 500 cyclically-adjusted P/E ratio, 1929-2012**  
as of November 23, 2012



Source: Compustat, Robert Shiller and Goldman Sachs Global ECS Research.

## Conclusioni

Dal mio punto di vista l'inizio del 2013 potrebbe essere positivo e questa positività nonostante gli alti e bassi di breve potrebbe protrarsi per diversi mesi dell'anno soprattutto se l'effetto delle politiche monetarie si potrà espandere non solo al mercato obbligazionario ma anche al mercato azionario. L'andamento delle obbligazioni HY sia in termini di emissioni sia in termini di prezzo potrebbe dirci molto sulla presenza di questa liquidità e sulla sua forza. Per esempio quando le obbligazioni IG cominceranno a sovra performance quelle HY bisognerà cominciare a preoccuparsi. In ogni caso ho paura che lo sviluppo di questa positività potrà portare allo sviluppo finale di diverse bolle potenzialmente presenti sui mercati. Vi sono diverse bolle che si stanno sviluppando in diversi micro settori dei mercati che attraversano un po' tutti i mercati ma anche la bolla dell'economia Cinese potrebbe raggiungere il suo culmine nel corso del 2013 e portare a quell'aggiustamento dell'economia Cinese (minori investimenti fissi e maggiori consumi) che è difficilmente raggiungibile per via pianificata con le conseguenze globali che tale aggiustamento comporterebbe. Pensiamo ad esempio a tutti i paesi commodity oriented e al settore delle materie prime che potrebbe subire dei contraccolpi seri da questo rallentamento. Inoltre anche un modesto rialzo delle aspettative sui tassi a breve potrebbe avere un impatto rilevante sull'intera struttura del debito mondiale soprattutto se essa avvenisse a causa della crescita senza controllo di qualcuna delle asset class più correlate all'economia reale (azionario ma ancora di più le commodities a spese del mercato obbligazionario). Il maggiore pericolo dei mercati mondiali potrebbe essere l'assenza di pericoli sostanziali perché questo fattore potrebbe squilibrare l'andamento dell'economia in maniera significativa gonfiando improvvisamente bolle che diventano poi incontrollabili.