

**ACHILLE E LA TARTARUGA**

14 maggio 2009

**Il paradosso del paradigma della derivata seconda**

All'alba del pensiero filosofico Zenone di Elea propone il paradosso di Achille il pie' veloce che non potrà mai raggiungere la tartaruga davanti a lui perché per percorrere gli infiniti punti che li separano gli occorrerà un tempo infinito. Quando Achille raggiunge il punto dove poco prima stava la tartaruga questa è infatti già più avanti (e così via, fino alla fine dei tempi e anche oltre).

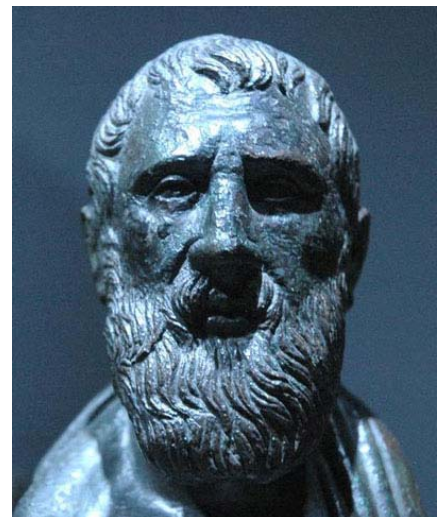
Dopo Leibniz e Newton la questione è stata risolta in ambito fisico-matematico, ma è ancora aperta in ambito metafisico. Per quanto concerne l'ambito finanziario il tema è stato riaperto con il rialzo dei mercati di questi due mesi.

Il paradosso è il seguente. Finché la contrazione del Pil si fa via via più piccola la borsa sale. Passare da un Pil a meno 6 nel primo trimestre a uno a meno 2 nel secondo è un miglioramento, si argomenta, e legittima quindi il recupero dei corsi.

In una *reductio ad absurdum*, il Pil potrebbe contrarsi sempre più piano fino alla fine dei giorni e questo si concilierebbe con un rialzo eterno dei mercati.

I mercati, composti da gente pratica, possono chiaramente seguire gli affascinanti deliri della logica solo fino a un certo punto, dopo il quale bisogna cambiare paradigma.

Siamo forse arrivati a quel punto? E' finito il rally del rallentamento (della caduta)? La nostra ipotesi è che non è ancora terminato, anche se questo non



Zenone di Elea (490-430 a.C.).

toglie il fatto che un consolidamento sia a questo punto assolutamente fisiologico.

Il livello dei mercati (prendiamo per comodità l'SP 500) è oggi lo stesso del 10 ottobre, del 9 dicembre e del 9 gennaio. Si può cominciare l'analisi andando a vedere se il mondo di oggi appare o meno migliore rispetto a come appariva in quelle tre date.

Rispetto al 10 ottobre il Pil mondiale è oggi del 3 per cento più piccolo (6 più 6 di discesa annualizzata per due trimestri diviso 4). Non è poco, ma in compenso va detto che il 10 ottobre l'idea che avevamo tutti sui sei-dodici mesi futuri era di gran lunga più inquietante di quella che abbiamo oggi.

E' quindi meglio stare a quota 100 di Pil e avere la sensazione di stare per precipitare nel vuoto di un collasso del sistema finanziario e di un'implosione dell'economia globale o è meglio stare a quota 97 con l'idea che fra sei-dodici mesi l'atmosfera sarà più respirabile (che l'evoluzione sia a U o a V non importa)? Ma come la mettiamo, si dirà, con le due persone su 100 che da ottobre a oggi hanno perso il lavoro? Per loro i prossimi 6-12 mesi saranno certamente ben più amari di quello che potevano immaginare allora. I 98 che hanno ancora un impiego, tuttavia, pur sapendo che tra loro, da qui a fine 2010, verrà estratto uno sfortunato (e mezzo) che a sua volta resterà

disoccupato, sono forse meno terrorizzati di allora. Il petrolio costa loro 20 dollari in meno, il conto in banca è di nuovo percepito come tranquillo, le obbligazioni in portafoglio fanno meno paura, le azioni sono allo stesso livello ma allora stavano crollando e ora sono in ripresa. In più c'è la sensazione che a livello macro e nelle imprese ci sia di nuovo un minimo di controllo della situazione.



Gottfried Wilhelm Leibniz (1646-1716)

Il secondo aspetto da considerare è la composizione dei portafogli. C'è maggiore o minore presenza di rischio rispetto a ottobre? Probabilmente nei fondi hedge c'è più rischio (anche perché chi voleva riscattare lo ha già fatto e non c'è più da tenere una quota sproporzionata di liquidità) e nei fondi tradizionali il rischio si è prima ridotto e poi è tornato a crescere ma non è

sostanzialmente diverso da allora. Quanto ai portafogli individuali, chi, stremato, ha venduto vicino ai minimi difficilmente ricompra subito dopo, mentre chi è restato a guardare e si è a lungo congratulato con sé stesso per essere sottopesato di rischio preferisce ancora restare sull'obbligazionario.

Quello che conta, dal punto di vista del positioning, è che, a parte qualche hedge fund, è difficile incontrare qualcuno che sia e che si senta sovrappesato. A livello soggettivo, anzi, già l'essere a benchmark è percepito come aggressivo. Il che in fondo è umanamente comprensibile, dopo mesi e mesi di

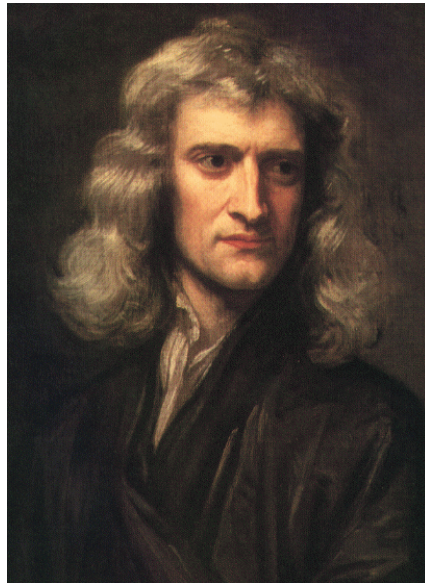
lobotomizzazione subita da chiunque avesse anche una sola singola azione in portafoglio.

Un mondo sottopesato di rischio che attende di qui a sei-dodici mesi qualcosa di meglio rispetto al presente difficilmente permetterà ritracciamenti profondi sui crediti e nell'azionario.

Rimangono agli scettici due argomenti. Il primo è quello delle valutazioni. E' vero, se si fa la fotografia degli utili operativi (non parliamo di quelli riportati, che sono ancora peggio) i livelli azionari attuali non sono certo da sottovalutazione, anche se non sono nemmeno particolarmente ricchi. Ci sono però dei momenti nella storia, come quando finisce una guerra o una crisi devastante, in cui ha poco senso fare i farmacisti e mettere sul bilancino la foto del presente. In questi momenti si diventa tutti giocoforza concettuali, si agisce cioè sulla base di un'ipotesi che è quasi una scommessa. Non è affatto irrazionale comportarsi così, anzi, purché non si esageri. A un certo punto, è garantito, si esagera sempre, ma non ci sembra questo il caso nella fase presente.

Il secondo argomento degli scettici è potenzialmente più pericoloso. E' quello per cui si dice che si è costruito un rialzo azionario del 38 per cento in due mesi (dai minimi ai massimi dei giorni scorsi) sull'ipotesi di una stabilità dei

consumi. Se però si va a guardare in faccia la realtà, si vedono vendite al dettaglio americane scese dell'1.3 per cento in marzo e dello 0.4 nel dato di oggi relativo ad aprile (e non sono cifre annualizzate e quindi gonfiate, sono dati mese su mese). Non solo. Sono stati rivisti al ribasso i dati dei mesi precedenti. Non basta. Il prezzo del petrolio continua a salire e questo toglierà spazio alle altre spese. Non è tutto. Il mezzo milione di disoccupati al mese in più comprerà forse qualche vestito per fare i colloqui di lavoro ma non molto altro.



Isaac Newton (1643-1727)

Alla tenuta effettiva dei consumi andrà dunque riservata attenzione. Il loro eventuale venir meno come elemento propulsivo sarà però compensato (è già compensato) da dati sulla produzione in rapido miglioramento e dall'arrivo nel sistema

di una parte crescente degli stimoli fiscali varati durante l'inverno.

Il tasso fisso governativo, frettolosamente dichiarato in bear market conclamato nei giorni scorsi (in particolare in America), darà filo da torcere ai numerosi short. I lunghi faranno comunque bene a vendere definitivamente una certa parte della loro posizione a ogni bear market rally. Simmetricamente, come abbiamo detto, a ogni consolidamento azionario sarà da accompagnare con piccoli acquisti strategici (da mantenere cioè per il prossimo paio d'anni).

Abaxbank SpA. Corso Monforte 34, Milano.

La presente pubblicazione è stata prodotta da Abaxbank. Le informazioni qui contenute sono state ricavate da fonti ritenute da Abaxbank affidabili, ma l'accuratezza e la completezza delle stesse non può essere in nessun modo garantita. La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo peraltro la stessa in alcun modo una proposta di conclusione di contratto o una sollecitazione all'acquisto o alla vendita di qualsiasi strumento finanziario. Il documento può essere riprodotto nella sua interezza solo citando il nome di Abaxbank. La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Abaxbank ma non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Abaxbank ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi materiale sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della clientela. Abaxbank può occasionalmente assumere posizioni lunghe o corte nei summenzionati prodotti finanziari.