

MARKET OUTLOOK

Sofia sgr, via Vincenzo Monti 6, 20123 Milano
www.sofiasgr.it

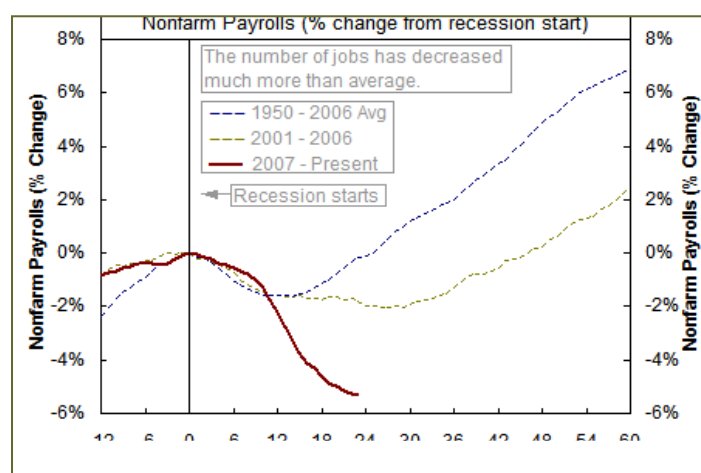
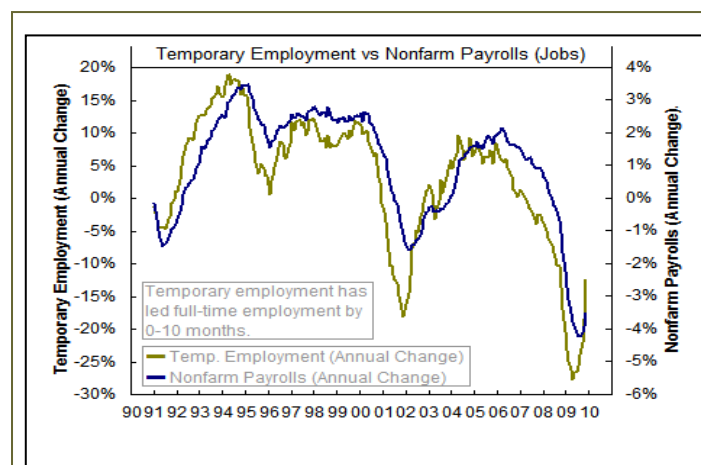
Il tema di investimento

Di Daniele Bevacqua

Il mese di novembre è passato in maniera conforme alle nostre aspettative: l'equity si è mantenuta sui livelli massimi di periodo, i governativi decennali si sono arrampicati verso livelli praticamente insostenibili, le obbligazioni corporate hanno continuato ad apprezzarsi (più lentamente) e lo scenario dei tassi è rimasto immutato. La crisi di Dubai intorno a Thanksgiving ha dato una scossa alla struttura dei mercati, ma sia per la piccola entità del default, sia per la struttura stabile dei tassi la crisi è stata subito riassorbita. In realtà Dubai ha dato spazio ad un ritorno di quella sorta di malessere nei confronti del rischio che è più psicologico che logico. Questo ha innescato comunque una fase di movimento laterale nell'azionario che probabilmente sarà propedeutica a nuovi futuri apprezzamenti delle azioni, ma che nel breve termine potrà dare anche momenti di tensione. L'apertura di un ulteriore fronte di incertezza in Grecia ha contribuito a far ripartire la voglia di fly to quality e a rafforzare il dollaro.

Tassi e occupazione

Dall'ingresso in una fase di trading range per l'equity derivano conseguenze interessanti per le politiche di investimento. Premettiamo che a nostro parere il mercato dei tassi è destinato a rimanere poco variato almeno per tutta la prima parte del 2010. Tuttavia i mercati sono meccanismi di sconto che anticipano le decisioni delle autorità: oggi il dato importante da monitorare per capire come si muoveranno la Fed e le altre banche centrali sui tassi è quello sui dati del mercato del lavoro in USA. Il calo degli occupati in USA è stato il peggiore dal 1950 e questo ha portato l'aumento degli interventi riflazionistici che hanno dato fiato alle riprese dei mercati finanziari. Un ritorno della struttura



Il calo degli occupati è stato in USA il maggiore dal 1950

occupazionale a livelli meno depressi, come sembra essere segnalato dalla crescita dei temporary jobs (vedi grafico) potrebbe portare nuova domanda di beni sul mercato e quindi potenziale inflazione. Questo, generando una certa instabilità sui mercati azionari, sta portando il dollaro al recupero contro l'euro e ha indebolito l'oro. Tutto ciò succede perché il mercato teme che le banche centrali possano ritirare gli interventi riflazionistici, interrompendo il flusso di liquidità che ha bloccato la spirale deflazionistica e portando alla fine un rialzo dei tassi. Per quanto l'outlook del mercato del lavoro USA stia effettivamente migliorando, pensiamo che le probabilità di un ritorno ad un sistema di tassi più stretti siano molto basse, almeno per la gran parte del 2010.

Il reflation trade continuerà

Il quadro generale degli investimenti, a nostro parere, non è mutato. Il mercato del denaro è destinato a mantenersi poco costoso e molto liquido e questo continuerà a spingere al rialzo le classi equity. Il fallimento di Dubai e la caduta di valore del debito greco, la perdita di competitività di Irlanda, Spagna e Italia (Paesi che in un sistema di cambi precedente a quello dell'Euro come valuta comune avrebbero cercato nella svalutazione una via di fuga verso una nuova e indispensabile ristrutturazione economica e commerciale) hanno certamente contribuito a destabilizzare un sistema finanziario che è arrivato alla fine dell'anno stanco dei troppi stress che ha subito nel 2009. La voglia di lasciarsi alle spalle un anno davvero complesso come è stato questo incassando il recupero che i mercati hanno avuto da marzo in poi è molto forte. Il mondo del risparmio professionale che ha creduto nel rialzo non cede le sue posizioni equity, ma ha poca forza per incrementarle, mentre chi è rimasto alla finestra e non ha comprato quando doveva, non ha voglia di aprire nuove posizioni prima dei resoconti di fine anno e sembra voler rimandare i temi operativi al vicino 2010.

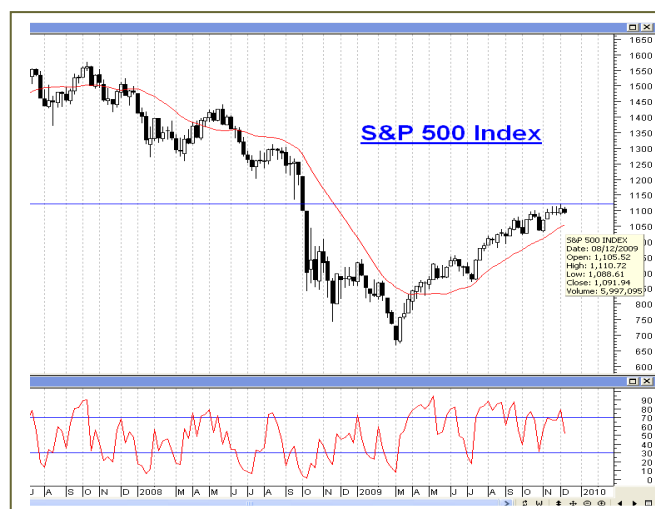
Segno di questo momento di incertezza è dato dall'andamento del dollaro. Mentre lo yen finalmente si indeboliva permettendo un recupero,

“La voglia di lasciarsi alle spalle un anno davvero complesso come è stato il 2009, incassando il recupero che i mercati hanno avuto da marzo in poi, è molto forte”



Euro contro dollaro: un rimbalzo non strutturale

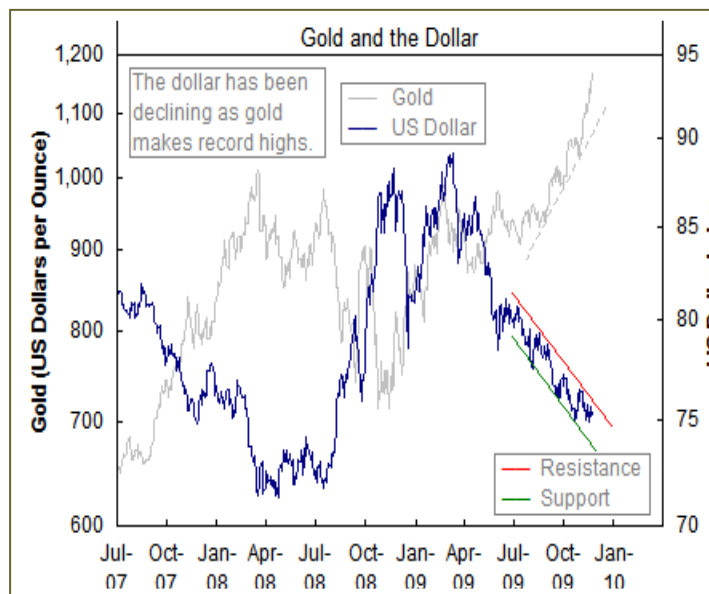
per il mercato azionario giapponese, anche se probabilmente non duraturo, il dollaro cominciava un rapido rimbalzo tecnico contro euro e subito le borse, temendo che questo fosse legato ad un'attesa di rialzo di tassi hanno cominciato a stornare, mantenendo vivo il rapporto di correlazione inversa a cui ormai ci stiamo abituando: crescita delle borse e dell'oro, calo del dollaro contro la forte valuta europea e viceversa. Questo movimento è indice di un'inversione di trend o un'opportunità di acquisto per oro e borse?



S&P ha recuperato il 50% del range max 2007 - min 2009

Conclusioni

La pausa di inizio dicembre dei mercati equity ci pare momentanea e pensiamo che la crescita delle borse possa continuare: il sistema è ancora molto sottoinvestito e le possibilità di raggiungere quota 1300 di S&P 500 entro il mese di marzo 2010 restano per noi intatte. Il calo dell'oro verso quota 1100 ci sembra un'opportunità di acquisto per rientrare in trend approfittando di un prezzo migliore in un'ottica di investimento in un movimento rialzista che pensiamo debba proseguire ancora. Il rimbalzo attuale del dollaro sembra un po' anticipato. Fino a che il dollaro contro euro non sarà arrivato verso quota 1,53 - 1,55 non pensiamo sia prudente comprare dollari e crediamo che i rimbalzi intermedi siano solo tentativi temporanei di cambio di tendenza. A quota 1,53 - 1,55 acquistare dollari ci sembrerebbe una strategia interessante. Il panorama dei tassi e di liquidità, come dicevamo, pensiamo resterà invariato e quindi crediamo che il reflation trade continuerà ancora a lungo. Abbiamo riserve sulla possibilità di mantenimento dei prezzi attuali dei bond governativi. Rendimenti del 3% sui decennali non sono convenienti. A parte le tensioni legate alle difficoltà di Dubai e Grecia, ai prezzi correnti il rischio di una correzione dei titoli governativi è molto alto. Pensiamo che anche nel 2010 il range di rendimento dei Governativi resterà compreso tra il 3% e il 4,5% a seconda dei vari Paesi emittenti e su questi rendimenti riteniamo sia corretto operare. In fine vogliamo confermare che resta alto l'interesse



Il dollaro e l'oro sono in fase di correlazione inversa

per i mercati emergenti, Cina, India e Brasile in testa e pensiamo sia opportuno accumularli in un'ottica di medio/lungo termine durante eventuali fasi di correzione. Un altro motivo di crescita per l'equity potrebbe venire dai risultati di bilancio delle aziende: il sistema, secondo noi, sottovaluta la capacità delle aziende di produrre utili e da questo potrebbero arrivare sorprese positive entro marzo 2010 in grado di sostenere i prezzi delle azioni indipendentemente dagli interventi di aiuto governativi e anche in presenza di un recupero del dollaro sull'euro, dopo che avrà toccato i minimi in area 1,53 - 1,55. Sempre sulle valute, a questi livelli di prezzo riteniamo interessante cominciare ad investire in British Pound.

Tabella risk /reward ratio fino a gennaio 2009

	Strategie & Trend dei mercati						
	Rischio/volatilità	Trend	Rendimento atteso	last	target	risk/reward ratio	
USA	10%	rialzista	13%	1102	1250	1,300	
Europa	10%	rialzista	12%	2850	3200	1,200	
Italia	10%	rialzista	12%	22400	25000	1,200	
BRIC	15%	rialzista	20%	1200	1450	1,333	
U.K.	10%	rialzista	14%	5250	6000	1,400	
Giappone	15%	laterale	15%	10100	11500	1,000	
USD	4%	rimbalzo	1%	76,5	78	0,250	
CRB materie prime	12%	negativo	7%	268	290	0,583	
Gov Euro 10 y	6%	laterale	3%			0,500	
Gov US 10 y	6%	laterale	2,5			41,667	
Euro MTS 1-3	1,30%	laterale	1,30%			1,000	
Ishares Corporate	3,00%	laterale	3,50%			1,167	
Gold	10%	rialzista	20%			2,000	
Oil	20%	laterale	20%			1,000	

Legenda: per USA si intende S&P500, per Europa Eurostoxx50, per il Giappone si intende Nikkei

Indicatori Economici

Cos'è?

Baltic dry è l'indice quotato a Londra che rappresenta il costo dei noli navali sulle rotte maggiori per il trasporto dei materiali di base "secchi" (il minerale del ferro sulla rotta Argentina – Cina, per esempio). Viene considerato da molti un buon indicatore del andamento dell'economia reale globale.

Baltic Dry Index



Baltic Dry Index

Dopo un lungo rally rialzista del Baltic Dry Index durante tutto il mese di ottobre fino a metà di novembre ora vediamo un piccolo cambiamento di tendenza. Nonostante il buon andamento dei dati macroeconomici e in sostanza dei mercati finanziari questo indice si muove in controtendenza mostrando un leggero rallentamento. Probabilmente questo indice sta preannunciando un rallentamento dovuto alla diminuzione futura degli effetti riguardanti gli stimoli governativi o forse è solo una piccola correzione per poi continuare con il suo rally con l'inizio dell'anno nuovo.

La volatilità nei mercati VIX



Cos'è?

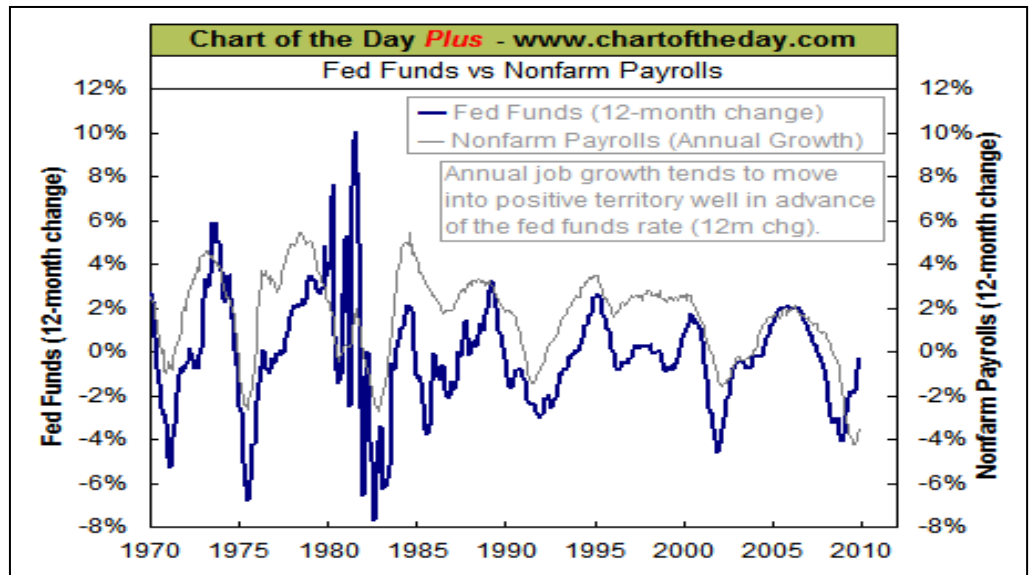
VIX – La volatilità è uno dei principali indicatori della misura del rischio ed è tra i primi a darci un segnale di allerta. Esistono anche altri indicatori, ma sono più lenti a reagire rispetto al VIX.

VIX (OEX) Volatility Index

La volatilità dei mercati ormai sembra essersi stabilizzata in un range compreso tra i valori 20 e 30. Un livello da cui, a nostro avviso, non si discosterà eccessivamente nei prossimi mesi.

Indicatori Economici

Tassi d'interesse vs l'occupazione



Commento

Il grafico di sopra ci illustra come la crescita dell'occupazione complessiva è sempre stata strettamente correlata alla crescita dei tassi dei Fed Funds. Durante il ciclo attuale, la crescita dei tassi dei Fed Funds è iniziata con largo anticipo rispetto alla crescita dei posti di lavoro. Ciò è dovuto al fatto che i tassi dei Fed Funds avevano raggiunto lo zero vincolato. Considerando che la crescita di posti di lavoro è storicamente mossa positivamente con l'aumento dei tassi, si può dedurre che la crescita dei tassi oscillerà intorno allo zero fino a quando anche l'occupazione non comincerà ad aumentare. Poiché il mercato del lavoro dovrebbe recuperare molto ci vorrà un po' di tempo prima che anche i tassi comincino a crescere in un qualche misura significativa.

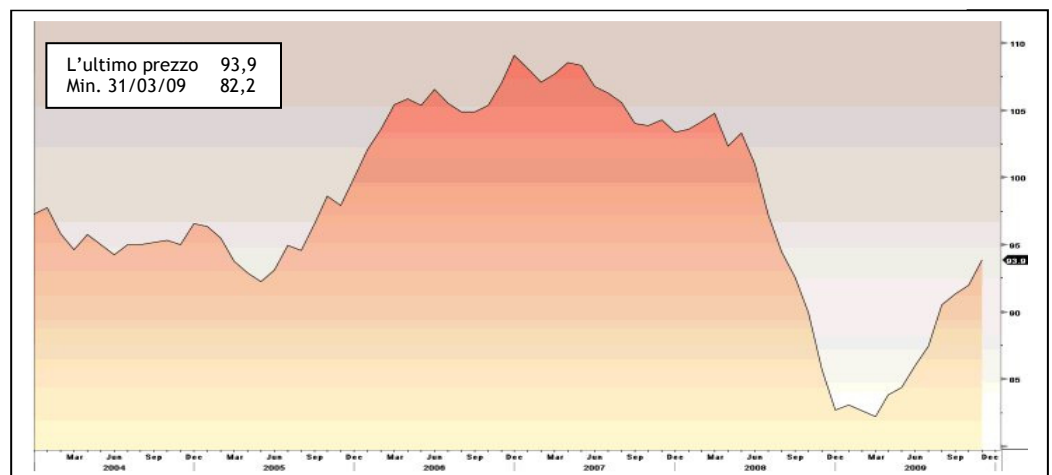
Cos'è?

L'indice IFO è un indicatore dello sviluppo economico in Germania.

Per calcolarlo, viene condotta un'indagine mensile su 7.000 aziende tedesche, chiedendo un'opinione sulla situazione attuale dell'economia e le aspettative che queste hanno per il futuro. L'indagine è basata su tre tipologie di risposte: buono, soddisfacente, scarso.

Le risposte delle singole aziende compongono il peso dell'indice sulla base dell'importanza che queste hanno nel proprio settore. L'indice parte da una base di 100. Il dato viene interpretato come anticipatore del rallentamento o dell'espansione dell'economia.

IFO Institute for Economic Research



L'indice IFO

L'indice Ifo, indicatore specifico della visione del business sentiment tedesco, sulle condizioni dell'industria e del commercio in Germania è **aumentato ancor nel mese di novembre**, raggiungendo quota **93,9**. Il trend di crescita resta quindi forte, anche migliore delle aspettative e **conforta la nostra ipotesi di possibili e positive sorprese sul fronte degli utili societari nel 2010**.