

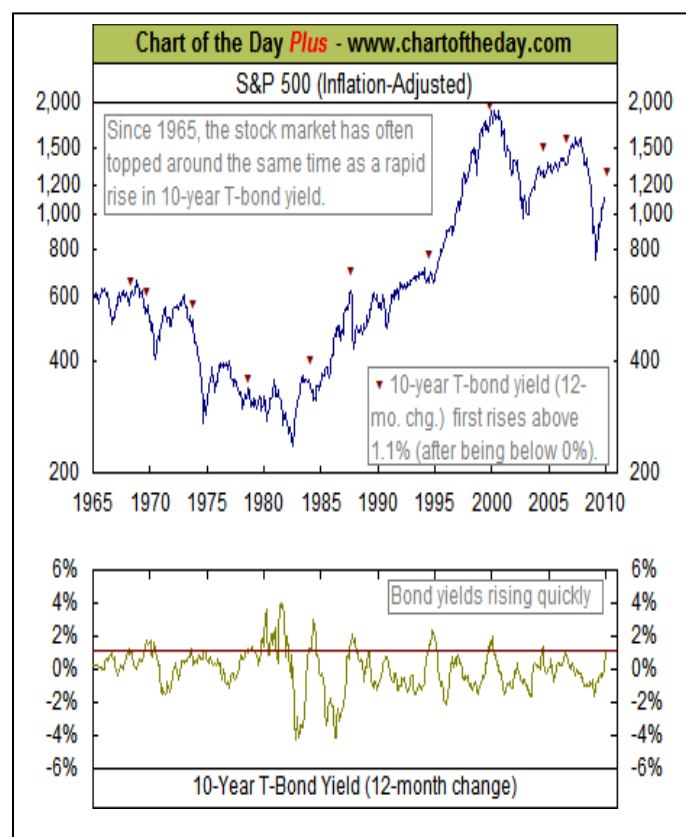
MARKET OUTLOOK

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

Scenario economico

Di Daniele Bevacqua

In un contesto di tassi bassi e di liquidità elevata, le Banche Centrali hanno confermato la loro propensione a gestire con larghezza il flusso di credito necessario per far proseguire la normalizzazione dei mercati finanziari. Dal lato della ripresa non ci sono stati segnali allarmanti, né per un ulteriore rallentamento del recupero economico, né per una crescita troppo rapida che possa far temere la ripresa dell'inflazione. Alcune economie periferiche, ma importanti (l'australiana su tutte) sono già entrate da qualche mese in una fase di rialzo dei tassi e la Cina ha dato ai primi di gennaio un segnale sulla possibilità di una restrizione della politica monetaria, visto che i dati di crescita del PIL cinese sono ottimi e il tessuto economico non sembra aver bisogno di ulteriori stimoli finanziari. Il focus del mercato è ora concentrato nel cercare di prevedere il momento in cui le Banche Centrali modificheranno il loro atteggiamento sui tassi. Due sono i punti da monitorare con attenzione per capire in anticipo quando la strategia sui tassi a breve potrà essere modificata: l'andamento dell'occupazione in USA e il livello delle riserve bancarie. Un aumento del primo insieme ad un calo delle riserve bancarie potranno spingere la Fed e di conseguenza le altre Banche Centrali a diventare più restrittive. In particolare gli ultimi dati occupazionali USA sembrano non voler indicare criticità sul fronte della ripresa dei posti di lavoro, ma un'analisi più attenta sull'andamento dei lavori temporanei e delle ore di straordinario mostra che la ripresa delle assunzioni potrebbe non essere ormai lontana. Il meglio per la continuazione della fase di rialzo della classe equity sarebbe uno scenario di crescita economica lenta e senza grossi movimenti occupazionali. Naturalmente è raro che la finanza si muova senza eccessi, e quindi si deve vigilare per capire come



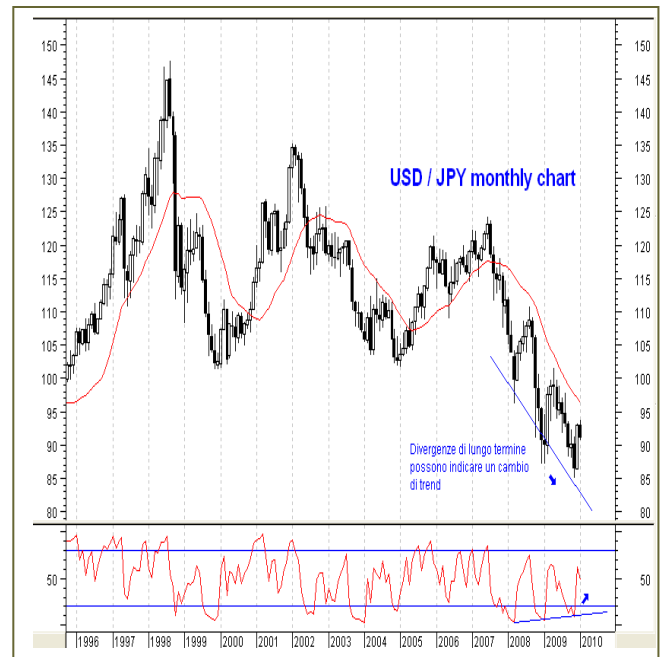
I rendimenti dei titoli a 10 anni in USA sono saliti rapidamente: questo può indebolire le borse

gli organismi centrali di controllo, vero faro indicatore della strada di tutte le politiche di investimento vincenti, decideranno di operare. Nel frattempo sul mercato dei tassi a lungo in USA il ribasso dei corsi del decennale ha portato una crescita dei rendimenti che a metà gennaio è diventata competitiva con i rendimenti dell'equity. Nel grafico sopra vediamo come un rialzo rapido dei tassi del decennale abbia spesso prodotto fasi di correzione sull'S&P. In uno scenario di tassi a breve stabili (gli unici controllati dalle Banche Centrali) i tassi a lungo si muovono secondo dinamiche di mercato e i corsi delle asset class compensano gli squilibri di rendimento. Probabilmente fino al terzo trimestre del 2010 i tassi a breve rimarranno ai livelli attuali e saliranno dopo, solo se i segnali di crescita economica saranno troppo vivaci.

Segnali dai cambi

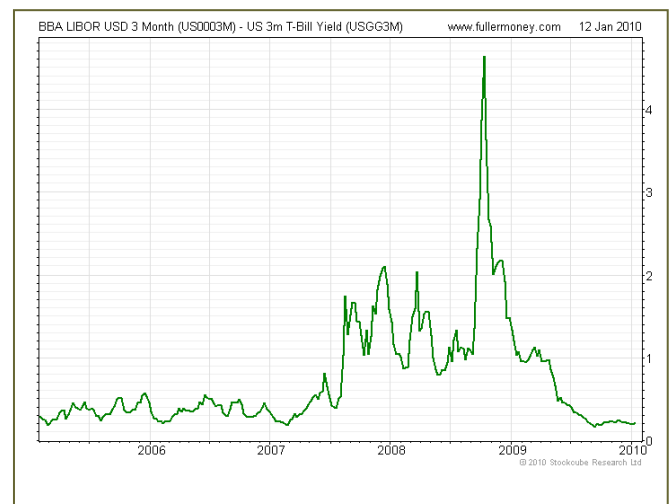
Nel mese di dicembre il mercato dei cambi è stato molto attivo e volatile: il dollaro si è apprezzato contro l'euro e ha tentato un primo rimbalzo anche contro lo Yen dopo otto mesi ininterrotti di ribasso. Il dollaro si è molto deprezzato nel corso di tutta la grande crisi finanziaria ed economica e dalla manovra di svalutazione l'economia americana ha avuto grandi benefici. Per un lungo periodo di tempo il sistema ha tratto vantaggio dall'indebitamento in dollari e dall'investimento in Euro e soprattutto in Yen. Si deve però ricordare che il carry trade per anni ha avuto anche caratteristiche opposte: dal 2000 al 2002 e dal 2004 fino alla prima metà del 2007 l'operazione di finanziamento prevedeva la vendita di Yen e l'acquisto di Dollaro. Anche se è presto per vedere nel recupero dello scorso dicembre del Dollaro sullo Yen un segnale di inversione dello schema attuale di carry trade, non si deve dimenticare il commento del Gov. della Fed Bernanke che nello scorso 17 gennaio a Washington ha detto che nel medio termine il valore del Dollaro rifletterà lo stato di ripresa dell'economia americana. Questo commento deve essere tenuto in considerazione perché dimostra come la Fed sia attenta all'andamento del greenback, si renda conto del fatto che lo stimolo valutario è stato indispensabile nei momenti difficili, ma ci dice anche che se l'economia dimostrerà di saper

Il rischio del credito, che ha raggiunto i suoi massimi nel 2008, è lentamente rientrato a livelli normali come indica la differenza tra il rendimento del T-bill e del Libor (Ted Spread)



Contro dollaro lo yen si è molto rafforzato in un trend di lungo termine

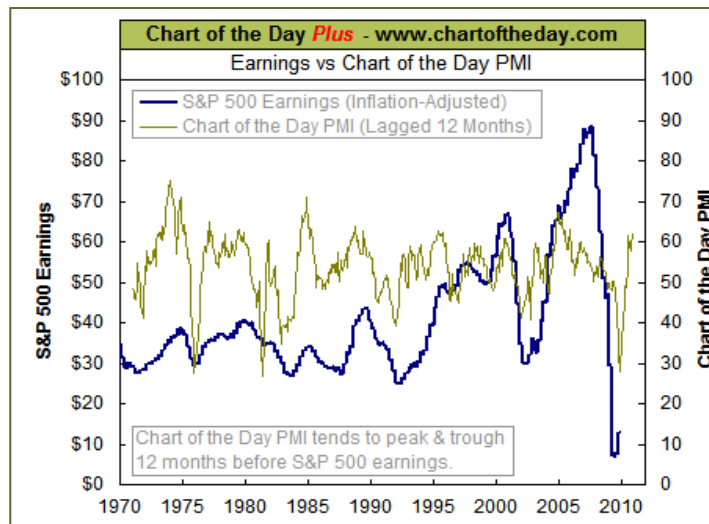
crescere da sola la moneta statunitense potrà cominciare ad apprezzarsi anche per un nuovo outlook dei tassi di interesse. Se l'economia americana dovesse rafforzarsi, ed è opinione comune che questo potrebbe succedere dalla seconda metà del 2010, allora il rimbalzo del dollaro potrebbe trasformarsi in rialzo, mettendo lo Yen in condizione di svalutarsi e dando nuovi scenari all'andamento dei mercati azionari dell'area asiatica. Lo sviluppo del primo semestre del 2010 saprà chiarire i dubbi legati all'andamento dei tassi e quindi al sistema delle valute.



Il TED spread è tornato a livelli bassi segnalando un ritorno alla normalità nel rischio del credito

Scenario dei Mercati

La possibilità che il rialzo delle borse continuasse nei mesi di dicembre e gennaio che avevamo proposto nello scorso numero del M.O. si è rivelata corretta. L'equity è salita, insieme all'oro e al petrolio, sospinta anche dall'effetto del cosiddetto rally di fine anno. Poi subito all'inizio dell'earning season americana le borse si sono concesse una piccola pausa. Questo è uno schema ricorrente: come cominciano ad arrivare i dati sugli utili delle aziende quotate, sempre si alza il livello di tensione degli investitori, specie se le posizioni hanno beneficiato di quattro settimane di rialzo praticamente ininterrotto. A nostro parere il rialzo dell'equity non è finito. Siamo in presenza di uno scenario che resta altamente favorevole all'investimento azionario, per ora i ribassi devono essere considerati come occasioni di acquisto e non come inizio di inversione del trend. A supportare questa ipotesi segnaliamo la statistica di Chart of the day.com (vedi grafico a fianco) che segnala due cose: gli utili rettificati dall'effetto inflazione delle aziende quotate nell'S&P500 sono a livelli incompressibili e soprattutto esiste una forte capacità di anticipazione dell'andamento degli utili nei dati dell'indice dei manager dei servizi acquisti delle aziende quotate. Come si vede questi sono in forte ripresa e hanno la caratteristica di anticipare di circa 12 mesi l'andamento degli utili. Quindi noi crediamo che a parte infortuni come quello di Alcoa che ha disatteso negli utili dichiarati le aspettative del mercato, dalla fine di gennaio il trend rialzista continuerà anche se forse l'obiettivo di S&P500 a 1300 che avevamo



Il Purchasing Manager Index sembra anticipare una forte ripresa degli utili delle aziende dell'S&P 500

segnalato per il 2010 potrebbe rivelarsi un po' troppo ambizioso. Restiamo convinti del fatto che i titoli governativi siano sopravvalutati e i loro rendimenti troppo bassi per stimolare politiche di investimento su questa asset class, mentre ci sembrano interessanti le obbligazioni perpetual. Sulle valute crediamo che il dollaro abbia cominciato la sua fase di recupero e che i livelli ottimali di acquisto verso 1.53 contro euro, che avevamo segnalato, non saranno probabilmente raggiunti. Pensiamo che possa essere interessante prendere in esame investimenti in valuta statunitense già in area 1.48. Restiamo positivi sulle materie prime e moderatamente sull'oro e sul petrolio. Stiamo studiando con attenzione lo sviluppo dei mercati valutari per capire se una qualche rivalutazione dei mercati azionari giapponesi sia possibile. Questo scenario, tra correzioni ed eccessi, pensiamo sarà confermato almeno per il primo quadrimestre 2010.

Tabella risk /reward ratio fino a febbraio 2009

| | Strategie & Trend dei mercati | | | | | | |
|------------------|-------------------------------|--|-----------|-------------------|-------|--------|-------------------|
| | Rischio/volatilità | | Trend | Rendimento atteso | last | target | risk/reward ratio |
| USA | 10% | | rialzista | 13% | 1140 | 1250 | 1,300 |
| Europa | 10% | | rialzista | 12% | 2970 | 3200 | 1,200 |
| Italia | 10% | | rialzista | 12% | 23550 | 25000 | 1,200 |
| BRIC | 18% | | rialzista | 20% | 1230 | 1450 | 1,111 |
| U.K. | 15% | | rialzista | 14% | 5500 | 6000 | 0,933 |
| Giappone | 10% | | laterale | 20% | 10700 | 12200 | 2,000 |
| USD | 5% | | positivo | 5% | 77 | 78 | 1,000 |
| RB materie prime | 12% | | negativo | 7% | 290 | 310 | 0,583 |
| Gov Euro 10 y | 6% | | laterale | 3% | | | 0,500 |
| Gov US 10 y | 6% | | laterale | 3% | 3,74 | 3,2 | 0,500 |
| Euro MTS 1-3 | 1,30% | | laterale | 1,30% | | | 1,000 |
| shares Corporate | 2,90% | | laterale | 3,00% | | | 1,034 |
| Gold | 14% | | rialzista | 10% | | | 0,714 |
| Oil | 20% | | rialzista | 10% | | | 0,500 |

Fonte: 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



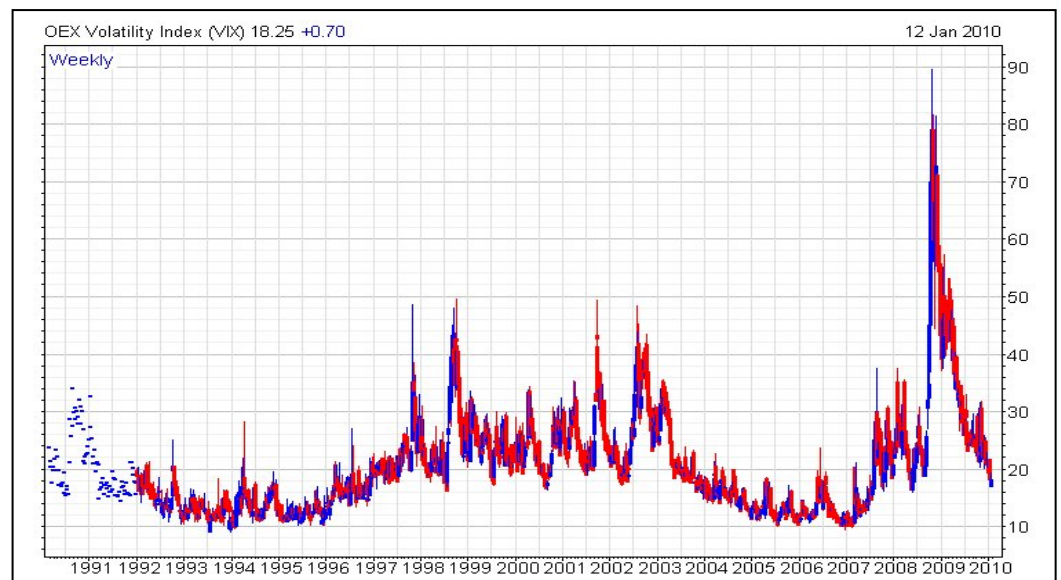
Baltic Dry Index

Nonostante il buon andamento dei dati macroeconomici e in sostanza dei mercati finanziari, durante il mese di dicembre e inizio gennaio questo indice si è mosso **in controtendenza con un rally ribassista**. Quando questo indice comincerà un rally rialzista questo sarà un buon segno di ripresa dell'economia reale.

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

Quando si guarda il VIX è necessario considerare anche la volatilità storica del mercato. Da febbraio 2007 il VIX non è mai tornato ad essere così basso. Dai valori di 10/11 di questo periodo un pullback di mercato ha portato tale indice a scambiarsi a livello 19.

Guardando la serie storica di lungo termine potremmo concludere che probabilmente il VIX è 'sopravalutato' dal livello 17 in poi ed ha ancora spazio per ulteriore calo.

