

MARKET OUTLOOK

Nel mese scorso

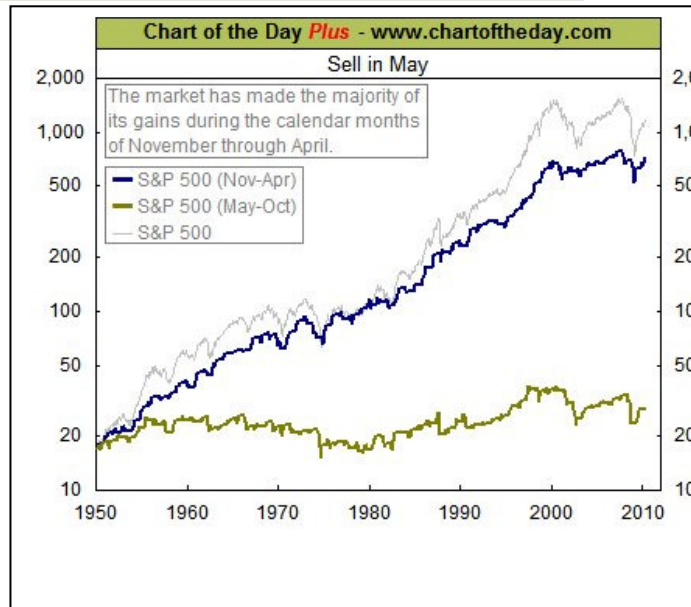
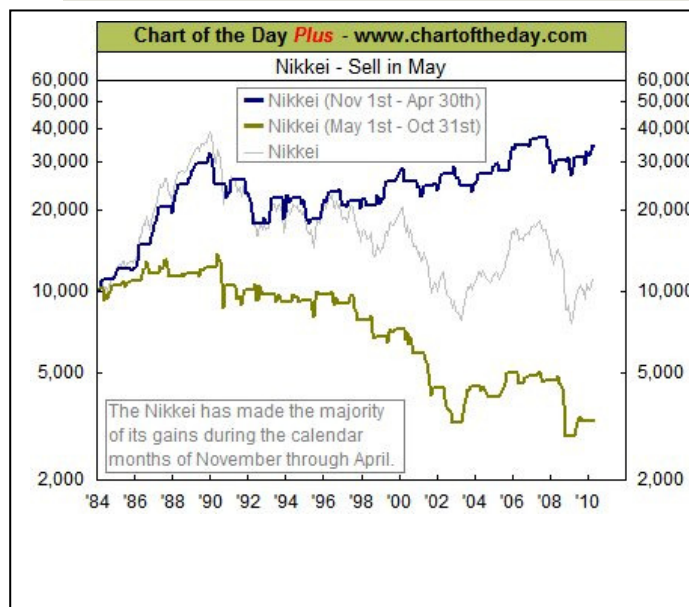
Di Daniele Bevacqua

Aprile si è concluso positivamente per i mercati azionari americani, mentre in Europa e in Asia le tensioni per la stabilità dell'euro e la stretta creditizia in Cina hanno portato instabilità. Nello scorso Market Outlook ci siamo lasciati chiedendoci se il muro del 4% di rendimento del decennale americano avrebbe tenuto: la risposta fino ad ora è stata positiva, il mercato non ha ritenuto vicino un rialzo dei tassi e i titoli americani hanno beneficiato della debolezza dei concorrenti europei, indeboliti dalla crisi del debito greco. Il nostro modello di asset allocation mostrava per aprile un predominio della scelta di investimento sull'equity contro le altre classi di investimento e queste aspettative sono state abbastanza rispettate. Il mese di maggio segna un importante appuntamento ciclico: comincia qui la seconda parte dell'anno di borsa, quella in cui la performance dei mercati azionari è statisticamente peggiore. Se la earning season americana si è rivelata in grado di supportare un'ulteriore crescita dei corsi azionari, adesso sembrano tornare sul palcoscenico dei mercati le esigenze di una nuova regolamentazione internazionale della finanza e del sistema bancario.

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

L'attacco alla Goldman Sachs con le accuse di pesante conflitto di interesse tra le posizioni dei clienti e quelle della banca, hanno acuito la sensazione che la distanza tra Wall Street e Main Street sia aumentata di nuovo, come nei momenti peggiori della crisi sistemica poco più di un anno fa. Se lo scenario per l'equity resta buono per via di tutti i motivi che conosciamo e che in aprile non sono cambiati, è anche vero che la crescita sembra ora aver bisogno di una pausa di riflessione e che come sempre succede, in questi momenti si generano le migliori possibilità di acquisto. Il nostro modello propone per maggio due cambiamenti molto importanti: alza l'obiettivo annuale dell'S&P500 a 1300 punti da 1250 e alza il livello possibile 2010 come massimo per l'oro a 1250. Sono due interventi che segnalano che le aspettative per la crescita dell'azionario sono migliorate e che si deve approfittare di eventuali ribassi per creare una cosiddetta "lista dei desideri", cioè l'elenco di quelle azioni o mercati che vorremmo acquistare se il prezzo diventasse appetibile. Secondo il nostro modello, nei prossimi mesi questi desideri potrebbero realizzarsi.

La seconda metà dell'anno è statisticamente più debole nella performance rispetto alla prima, sia sui mercati occidentali che sul mercato giapponese



Scenario dei mercati

La scelta di una moneta unica in Europa quale via alla vera unità politica costringe il rischio paese dei PIGS a scaricarsi direttamente sui loro titoli obbligazionari, senza più la valvola di sfogo della svalutazione della valuta locale, mettendo a rischio il sistema bancario europeo. Per questo il dollaro si rafforza, e continua nello schema segnalato nei mesi scorsi: vendita di Euro e Yen e investimento sul dollaro USD. Questo è in sintonia con le aspettative di rialzo dei tassi in USA, visto anche il miglioramento della situazione del mercato del lavoro, dell'andamento delle imprese e dei consumi. Si nota però guardando i grafici a fianco che la rivalutazione di USD vs Euro non è proporzionale a quella del canadese e dell'australiano. In effetti, comunque, pesa sull'americano l'indebolimento dei bilanci della FED dovuto al TARP. Canadese e Australiano sembrano diventati i nuovi paradisi sicuri del mondo valutario e l'impressione è che la loro rivalutazione possa continuare, al di là di momentanee pause nella corsa. Lo Yen in aprile ha

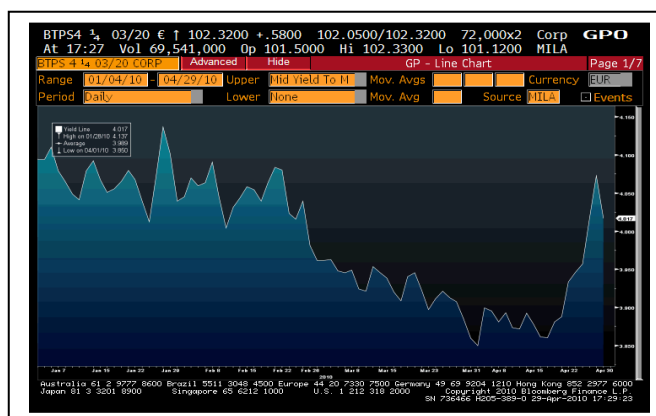
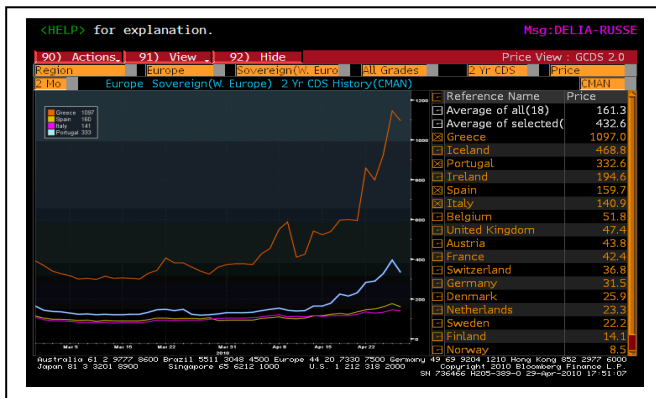


La ripresa del dollaro sull'euro è una piccola cosa rispetto alla forza di Canadese e Australiano



Canadese e Australiano: vere nuove valute rifugio

Rischio greco e contagio italiano



Segnali di inversione di medio termine nel trend USD/Yen

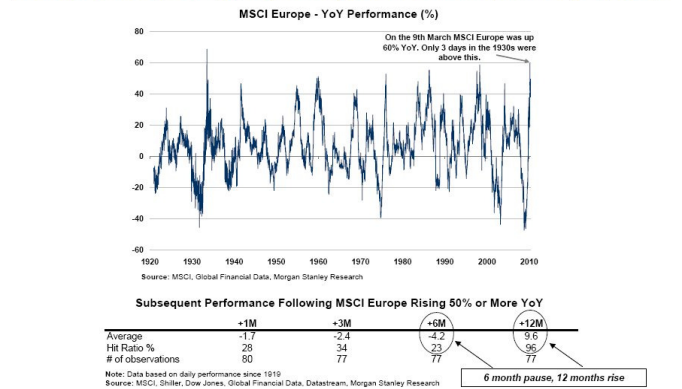
confermato il suo novo trend ribassista contro dollaro. L'indebolimento dello Yen rende attrattiva la borsa giapponese, anche perché strutturalmente BOJ è l'unica banca centrale rimasta a poter operare interventi quantitativi. Come si vede nel chart (pag. precedente), il ribasso dello Yen potrebbe anche durare a lungo. Nel comparto governativo confermiamo che nel 2010 il rendimento target dei decennali Euro sarebbe 3,8/3,9 per il bund e 4,4/4,5 per il btp, mentre l'americano dovrebbe rispettare il muro del 4%. Su questa base si potrà operare anche a maggio, sfruttando le oscillazioni del mercato. Nell'equity, l'argomento forte di maggio, entrando in una fase di mercato potenzialmente più incerta, è quello relativo al fatto che un eventuale ribasso sia preludio ad una discesa maggiore o a nuovi rialzi. Di fianco vediamo due studi: uno di M.S. che propone una fase di discesa del mercato nel breve con la possibilità che poi questa si risolva, dopo un rimbalzo, in un trend ribassista di lungo, contro un'analisi di lungo termine proposta da Puru Saxena che al contrario prevede nel lungo termine un nuovo movimento rialzista molto importante. Sui mercati azionari noi pensiamo che la crescita debba continuare. Per ora, non ci sono alternative di investimento alla classe equity; i mercati emergenti e in particolare la Cina dopo lo storno stanno tornando appetibili nel prezzo e se in questa parte dell'anno il mercato ne desse l'occasione, queste sarebbero per noi opportunità di acquisto. Nella nostra wishes list mettiamo il Giappone, il Bric e in particolare la Cina, l'Australia, l'oro, i settori tecnologici e industriali. I titoli ad alto dividendo rimangono in cima alla nostra lista insieme ai titoli delle aziende esposte al dollaro, per via dei ricavi da esportazione negli USA.

Tabella reward/risk ratio fino a maggio 2010

	Strategie & Trend dei mercati		Rendimento atteso	last	target	Reward/Risk ratio
	Rischio/volatilità	Trend				
USA	7,7%	Top in formazione	11%	1170	1300	1,4
Europa	3,5%	Top/Correttivo	13%	2828	3200	3,8
Italia	3,2%	Top/Correttivo	18%	21695	25500	5,5
BRIC	3,0%	Rialzista	14%	1185	1350	4,7
U.K.	6,9%	Top/Correttivo	7%	5617	6000	1,0
Giappone	5,7%	Rialzista	19%	10924	13000	3,3
USD	4,9%	Positivo	2%	82	83,5	0,4
CRB materie prime	1,1%	Positivo	10%	273	300	9,0
Gov Euro 10 y	1,5%	Laterale/Correttivo	4,00%			2,7
Gov US 10 y	1,5%	Laterale/Correttivo	3,6%			2,4
Euro MTS 1-3	0,4%	Laterale/Correttivo	-1%	116,85	116	-1,7
Etf EuroCorporate	1,6%	Laterale/Correttivo	0%	122,38	122	-0,2
Gold	7,7%	Laterale	7%	1166	1250	0,9
Oil	8,4%	Laterale/Rialzista	8%	83	90	1,0

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

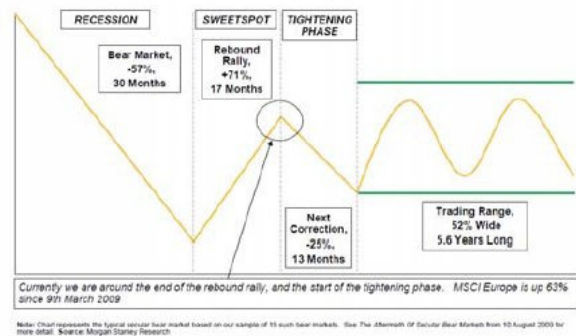
When equities are up >50% yoy they tend to pause for 3-6 months, and then go up further



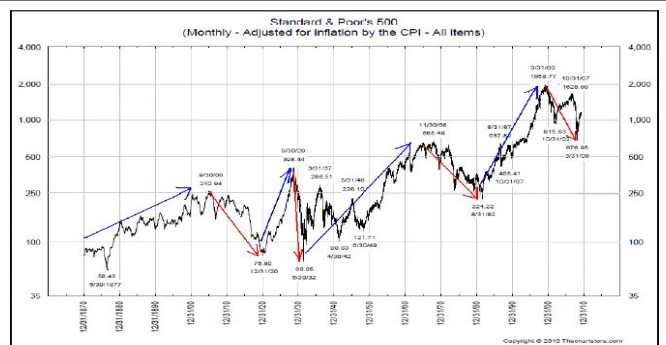
Morgan Stanley: natural born bears

Exhibit 3
Anatomy of a bear market – from our European team

Multi-year outlook: secular bear market not over yet (3); typical aftermath of secular bear market



Source: Morgan Stanley Research



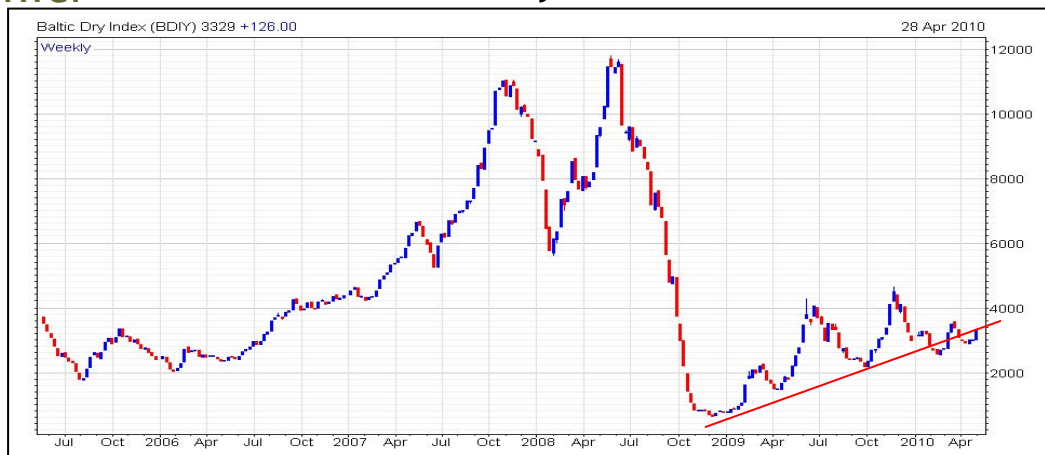
Un nuovo Bull Market dopo il ribasso?

Indicatori Economici

Baltic Dry Index

Cos'è?

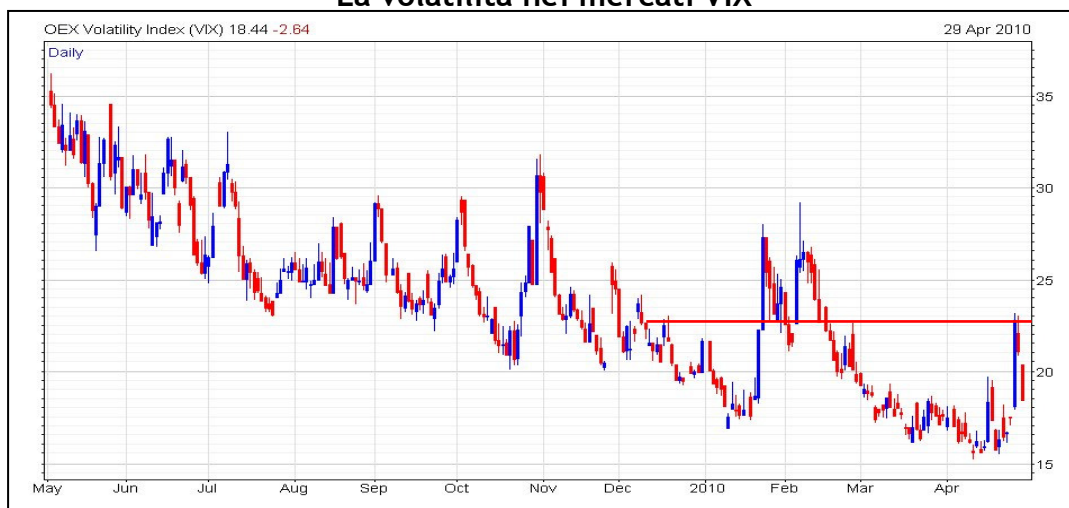
Baltic dry è l'indice quotato a Londra che rappresenta il costo dei noli navali sulle rotte maggiori per il trasporto dei materiali di base "secchi" (il minerale del ferro sulla rotta Argentina - Cina, per esempio). Viene considerato da molti un buon indicatore del andamento dell'economia reale globale.

**Baltic Dry Index**

L'indice BDI continua a dare condizioni di stabilità dell'economia: Nulla di particolare, ma nemmeno niente di preoccupante.

Anche se non da segni particolari rimane comunque in un **canale di trend rialzista** con minimi e massimi crescenti.

La volatilità nei mercati VIX

**VIX (OEX) Volatility Index**

Fino a poco tempo fa c'era poca paura tra gli investitori sui mercati azionari. Almeno così suggeriva il "barometro della paura" di Wall Street. Investitori cauti, ma fiduciosi nella capacità dei rispettivi governi di fare tutto ciò che si poteva per non approfondire o allungare la crisi.

Prima della caduta dei giorni scorsi dell'indice S&P 500, l'indice VIX ha serpeggiato in ciò che, storicamente, è stato territorio piuttosto pericoloso.

In questa fase, il VIX si stava muovendo intorno ai suoi minimi di 18 mesi. Ciò significa che gli operatori non prevedevano qualcosa di positivo, ma nonostante tutto la volatilità era sotto controllo. Ed ecco che la tragedia finanziaria in Grecia non si è limitata a volare via nel vento. Quel fallimento ancora in corso e la minaccia associata del default sovrano unita alla questione Goldman è andata a rivelare un tallone d'Achille in armatura ormai permeabile.

Standard & Poor's, la venerabile agenzia di rating anche se ormai è vista come un indicatore in ritardo del merito di credito, ieri ha ritenuto opportuno procedere a downgradare il rating sia del debito governativo Greco che quello del Portogallo e ha affondato il mercato. Da BBB+, il debito Greco secondo S&P, è ora ufficialmente "junk"; è la prima volta che un membro dell'area euro si è guadagnato questo titolo da quando cominciò l'esperimento della moneta unica. Anche il rating del Portogallo è stato abbassato di un paio di tacche, da A+ ad A-.

Il VIX, come era prevedibile, il giorno 27 aprile ha sparato in alto fino al 31% per chiudere il giorno sul livello di 22,81 - il più alto dal 11 febbraio.

La crisi è iniziata con la Grecia e tutti si guardano intorno per vedere dove altro si può diffondere. Ma forse, una domanda più difficile potrebbe essere: dove non può diffondersi?

Cos'è?

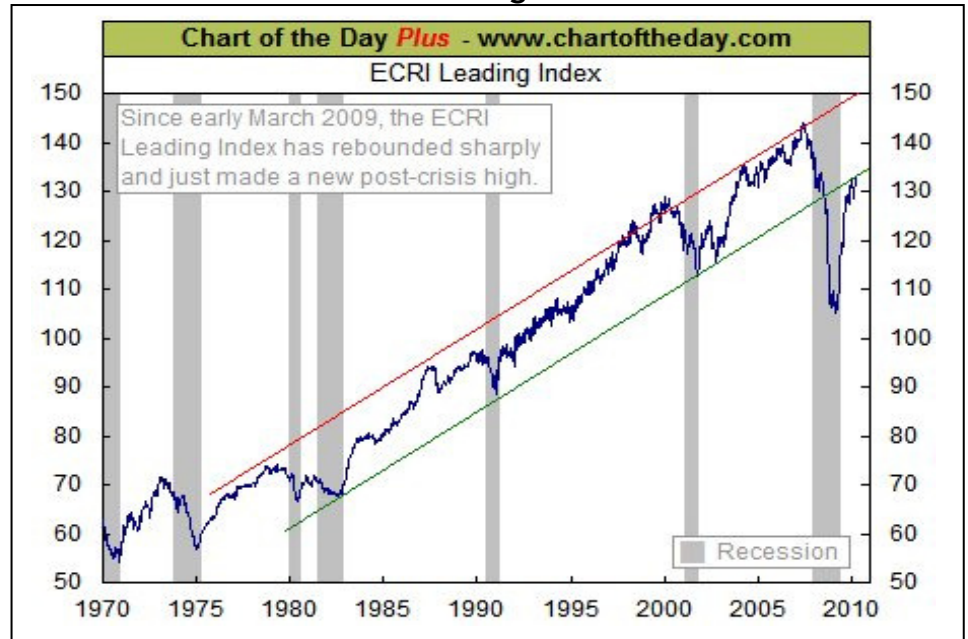
VIX - La volatilità è uno dei principali indicatori della misura del rischio ed è **tra i primi a darci un segnale di allerta**. Esistono anche altri indicatori, ma sono più lenti a reagire rispetto al VIX.

Indicatori Economici

Cos'è?

L'ECRI Leading Index è un indice composto di sette indicatori scelti per la loro capacità di segnalare sia l'inizio che la fine delle recessioni economiche. Si è visto che un'inversione di tendenza al ribasso dell'indice ECRI ha preceduto, di circa dieci mesi, l'inizio di una recessione. Una ripresa dell'indice invece ha preceduto, mediamente di due/tre mesi, la fine di una recessione.

ECRI Leading Index



Commento

Per qualche prospettiva sul futuro stato dell'economia americana, diamo un'occhiata all' ECRI Leading Index. Dal 1970, un calo significativo di questo indice ha preceduto l'inizio di una recessione di circa 10 mesi, un ripresa significativa dell'indice invece ha preceduto la fine di una recessione per una media di due/tre mesi.

Come il grafico sopra dimostra, l'ECRI Leading Index è salito significativamente dal marzo 2009 e ha appena fatto un altro massimo di post-crisi.

Anche se l'indice ECRI ha rallentato la sua ascesa negli ultimi mesi, si vede chiaro che non è sceso il che suggerisce che una recessione a doppio minimo è attualmente una bassa probabilità, almeno nel breve termine.

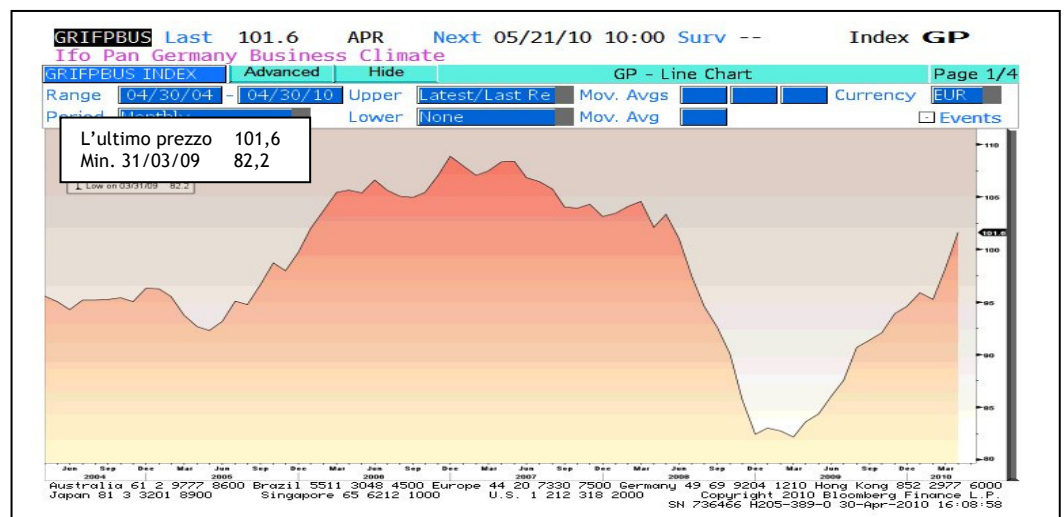
Cos'è?

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

Dopo la battuta d'arresto di febbraio, l'indice IFO torna a salire anche ad aprile per la terza volta consecutiva, toccando il livello di 101,6, avvicinandosi di tanto, ad un livello molto importante di precrisi, 103,4 a maggio del 2008, dopo il quale l'indice comincia la sua discesa drastica che è durata per molti mesi.