

MARKET OUTLOOK

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

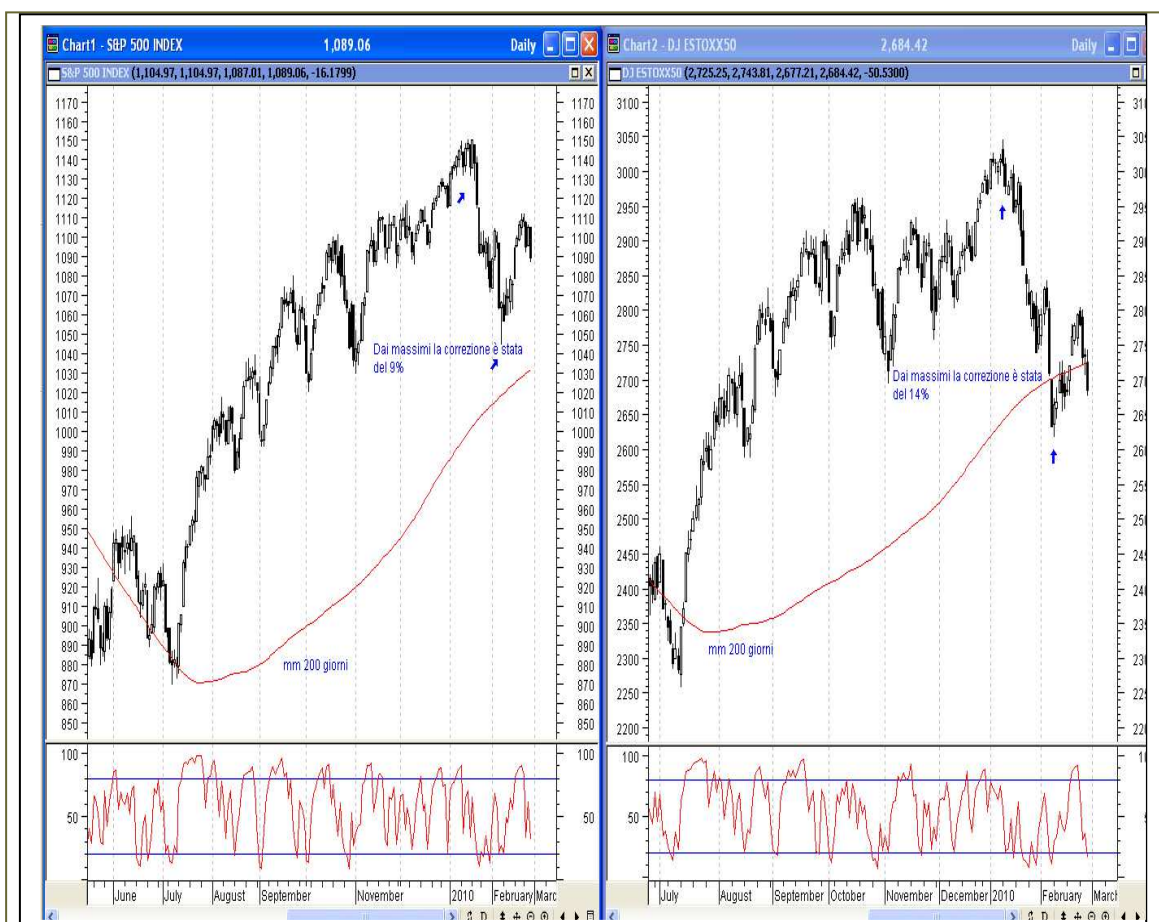
Scenario economico

Di Daniele Bevacqua

L'andamento dei dati economici nel mese di febbraio nel suo complesso è stato abbastanza in linea con le aspettative sia in Europa che negli Stati Uniti. Gli utili societari sono ragionevolmente cresciuti, in tutti i report ufficiali si dice che la crescita economica è ricominciata. Rapidamente l'attenzione degli operatori si è spostata sul fronte dei tassi, dove la Fed, pur rassicurando i mercati sulla necessità di mantenere alti i livelli di liquidità, ha ritoccato il tasso di sconto. In Europa la lentezza delle decisioni politiche ha contribuito a rendere opaca e preoccupante la crisi greca, di per sé piccola e periferica e alimenta la speculazione contro l'Euro e contro i debiti dei paesi più deboli dell'unione. Per ora tutti i report delle maggiori case di investimento commentano la situazione italiana assimilandola a quella tedesca e francese e non alla struttura debole dei cosiddetti PIGS (Portogallo Irlanda Grecia e Spagna):

nello specifico l'Italia sul breve termine è inserita nella parte core dell'economia europea, mentre nel lungo termine è assimilata alla periferia. In pratica il sistema è diventato diffidente verso l'area euro, il dollaro si è rafforzato e data la forte correlazione inversa di periodo tra dollaro e mercati azionari, la correzione delle borse si è accentuata e l'incertezza politica si è trasferita al mercato, ridando premio ai cosiddetti "investimenti rifugio" primo tra tutti il dollaro. Febbraio è un mese tradizionalmente debole per l'equity in un trimestre, il primo dell'anno, storicamente forte. Per quanto possano valere queste statistiche, secondo il nostro modello di asset allocation l'equity per marzo resta la classe favorita per gli investimenti (il modello la propone all'85% del portafoglio!) e quindi, almeno seguendo questo scenario, marzo potrebbe dare vita ad un rally interessante.

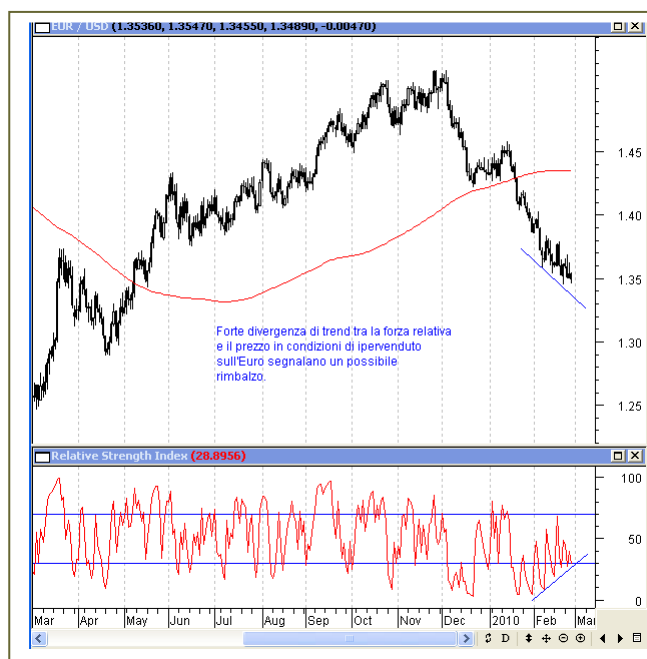
L'Europa di borsa si è indebolita molto più rapidamente degli Stati Uniti



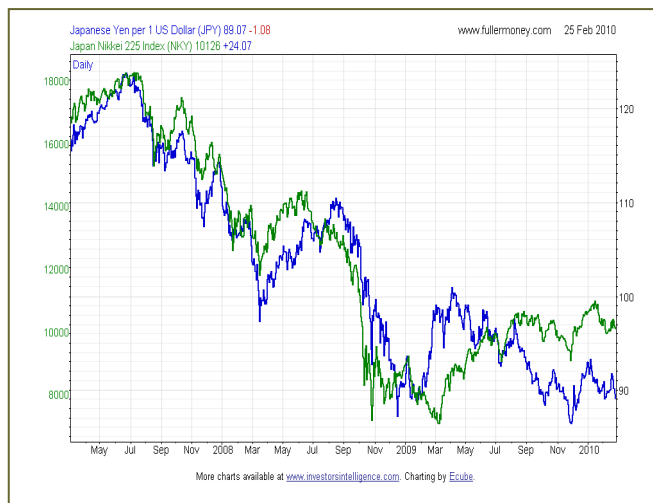
Segnali dai cambi

La discesa ripidissima dell'euro contro dollaro è stata la reazione alla paura politica dell'incapacità europea di gestire l'unione monetaria, insieme alla reale forza del dollaro di attrarre capitali per la qualità della crescita economica americana che si stima nel 2010 circa doppia rispetto a quella europea. Tuttavia la velocità di crescita del prezzo della moneta USA è stata davvero un po' eccessiva e quindi potrebbe dare luogo a ritracciamenti anche molto rapidi. In termini strutturali pensiamo che il dollaro sia in trend rialzista per tutto il 2010 e forse per il 2011 e quindi aspettiamo un prezzo non troppo ipervenduto per rientrare nel trend. In questo movimento valutario ci sono importanti indicazioni economiche: la crescita del PIL USA è prevista +4% annualizzata nel primo semestre e +3% annualizzata nel secondo, mentre in Europa le previsioni sono molto meno ottimistiche: si parla di una crescita che si dovrebbe attestare al 50% di quella americana. Operativamente quindi un rimbalzo dell'euro verso quota 1.40 lascerebbe spazio verso il prezzo target del 2010 che dovrebbe stare, secondo il nostro modello, in area 1.25 / 1.30. In realtà nelle nostre precedenti analisi, pur avendo compreso che il dollaro fosse prossimo ad un rafforzamento maggiore, abbiamo sempre sovrastimato le capacità di rimbalzo dell'euro, che invece si sono dimostrate molto scarse. Questo errore di valutazione ci ha impedito di beneficiare appieno della crescita del greenback nelle performance. Riteniamo che questo non ci impedirà di rientrare nel trend del dollaro in tempi ragionevolmente brevi. Si riaprono scenari di carry trade sul cross Usd/Jpy, questo meccanismo potrà contribuire al rafforzamento della valuta statunitense e nel contempo – data la correlazione inversa tra mercato giapponese e cambio Dollaro/Yen – ad un revival rialzista sul comparto equity nipponico,

In termini strutturali pensiamo che il dollaro sia in trend rialzista per tutto il 2010 e forse per il 2011



Dollaro contro euro: un recupero rapidissimo con particolare riguardo ai titoli dell'indice Jasiaq, seguito dal Topix e infine dal Nikkei in ordine di forza relativa. Quanto al recupero molto rapido del dollaro sull'euro, questo ha generato un forte ipervenduto di euro. In questi casi si avvicina il momento di un rimbalzo dell'euro che potrebbe fungere da carburante per uno spunto delle Borse, sempre per ora correlate inversamente all'andamento del dollaro e da catalizzatore di uno storno dei governativi. Questi ultimi sono abbarbicati a massimi insostenibili e sorretti dalla paura di un nuovo collasso, ma sembrano nella prima fase di un mercato ribassista di medio termine.



Correlazione tra Yen e Nikkei

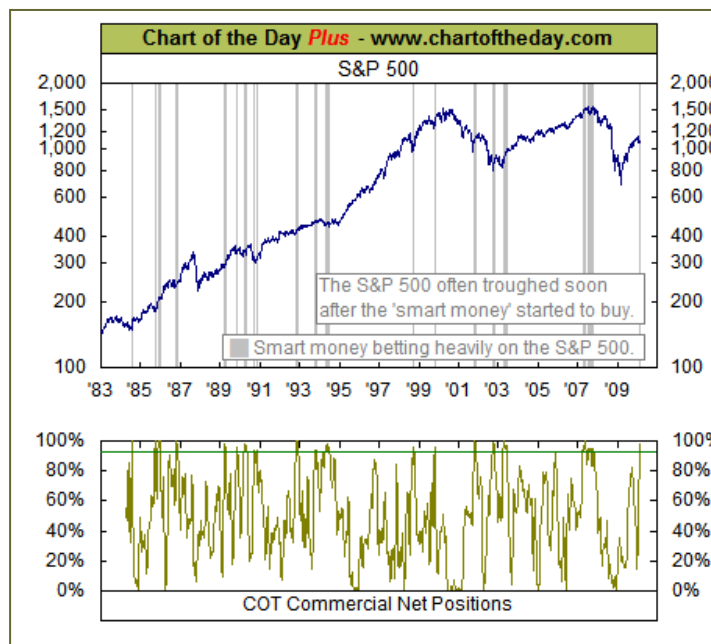
Scenario dei Mercati

Dato lo scenario attuale dei tassi, confermiamo la preferenza per la classe equity rispetto al credito, fissiamo però un primo obiettivo temporale nel mese di Marzo, quando potrebbe essere segnato un top importante per i mercati azionari. A partire da qui potrebbe seguire una fase di incertezza e lateralità – correttiva per gran parte del 2010 ed in quest'ottica tenderemo ad adottare una asset allocation più equilibrata. Uno scenario rialzista quanto ai rendimenti dei governativi solitamente comporta un de-rating della classe equity ed un calo in termini di price/earning stimati, nel caso specifico di quest'anno però l'aumento degli earning attesi provvederà a controbilanciare la discesa del p/e ratio, lasciando di fatto inalterata la situazione e garantendo maggiore stabilità all'azionario. Il rientro dalle politiche espansionistiche, la questione fiscale e in sintesi lo spostamento del rischio dal privato al pubblico faranno il resto. La seconda parte del 2010 potrebbe pertanto offrire opportunità di rialzo di breve nell'equity che andranno a bilanciare parzialmente di volta in volta ondate di vendite che colpiranno i settori più esposti. In uno scenario di rendimenti crescenti sui Governativi i titoli del settore finanziario vengono penalizzati dall'aumento del costo del capitale, così come tutti i settori con alto dividendo medio, ma a crescita industriale ridotta. Al contrario, statisticamente viene generata una overperformance da parte di industriali, titoli legati alle materie prime e alcuni difensivi (energia ed healthcare su tutti),

Tabella risk /reward ratio fino a marzo 2010

Strategie & Trend dei mercati							
	Rischio/volatilità	Trend	Rendimento atteso	last	target	Reward/Risk ratio	
USA	7,8%	Top/Correttivo	12%	1120	1250	1,494	
Europa	1,1%	Top/Correttivo	16%	2760	3200	14,667	
Italia	3,6%	Top/Correttivo	12%	21068	23500	3,167	
BRIC	3,6%	Top/Correttivo	16%	1120	1300	4,500	
U.K.	6,6%	Top/Correttivo	8%	5300	5750	1,286	
Giappone	3,2%	Rialzista	25%	10362	13000	8,018	
USD	2,5%	Positivo	3%	80	82	1,000	
CRB materie prime	4,0%	Negativo	5%	275	290	1,364	
Gov Euro 10 y	1,5%	Laterale/Correttivo	4,00%			2,667	
Gov US 10 y	1,5%	Laterale/Correttivo	3,6%			2,400	
Euro MTS 1-3	1,2%	Laterale/Correttivo	-1%	117,2	116	-0,857	
Etf EuroCorporate	8,6%	Laterale/Correttivo	-1%	120,8	119	-0,174	
Gold	6,4%	Laterale	6%	1100	1170	1,000	
Oil	9,3%	Rialzista	12%	80,5	90	1,267	

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



Il mercato tende a muoversi in linea con le aspettative dell'investimento professionale

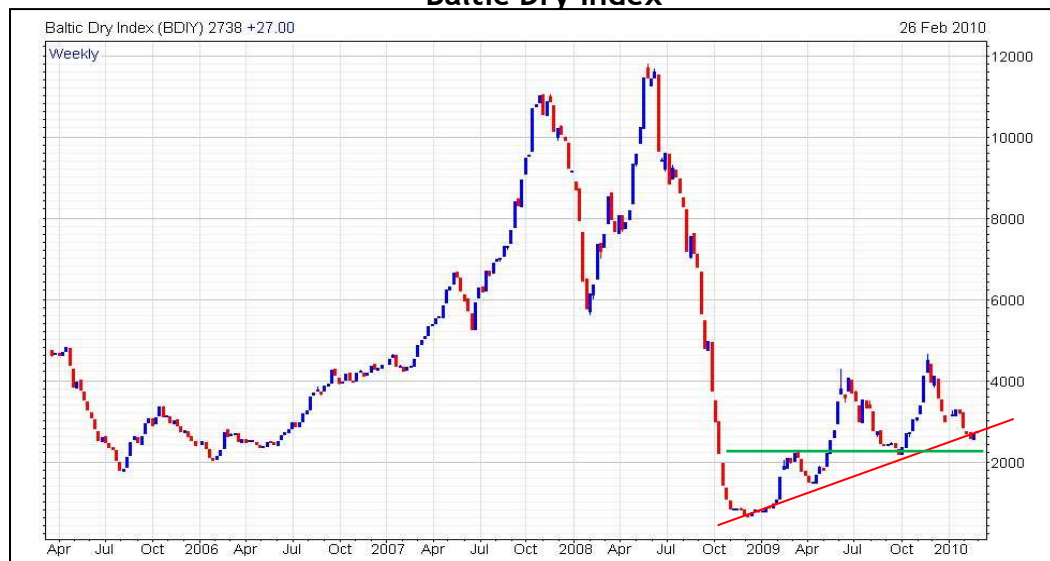
mentre diventano preferibili i titoli del consumer staples (esempio Carrefour e BAT) rispetto al consumo discrezionale. Questa situazione sarà altresì negativa per i settori caratterizzati da un eccessivo debt/equity ratio, dunque Utilities, Trasporti e in parte Telecomunicazioni. Il petrolio e i petroliferi meritano un discorso a parte: quasi sempre inversamente correlate al movimento del dollaro, il petrolio mentre il dollaro recuperava sull'euro, rimaneva stabile intorno a quota 80 dollari al barile. Questo sembra dare due possibili indicazioni: un rimbalzo dell'euro, ormai probabile visti i livelli di ipervenduto, anche se difficile da collocare con precisione nel tempo, e una ripresa economica forse più forte di quella prevista dagli analisti.

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

L'indice BDI è inserito in una **canalizzazione ascendente che non è mai stata infranta al ribasso nei 13 mesi da cui è partito il rialzo**. Dopo il forte rialzo che, con massimi e minimi crescenti, ha portato ad un **massimo di 4500 punti**, il BDI ha però ingranato la retromarcia e ora quota **2840 punti**. Questa drastica caduta potrebbe significare che la ripresa non è poi così fulgida oppure ci dice soltanto che la ripresa c'è, ma è lenta ed ha ancora bisogno di essere spinta.

Adesso siamo nella **parte bassa della canalizzazione ascendente**, che dovrebbe fungere da supporto. Fondamentale anche il supporto statico a **2200 punti**

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.

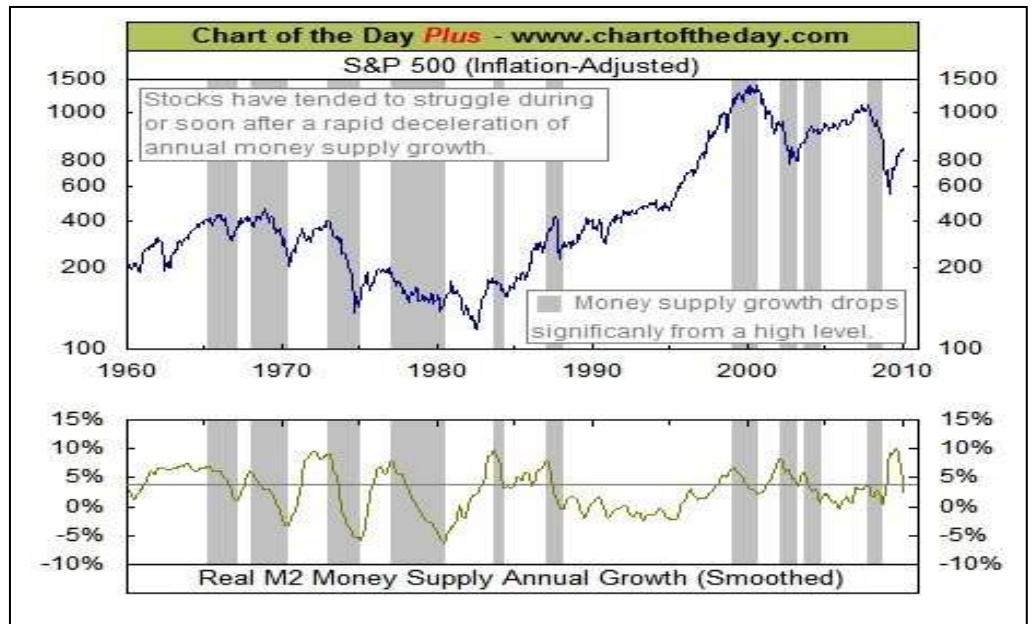


VIX (OEX) Volatility Index

Se il mercato azionario sembra apparentemente in fase distributiva, il **volatility index**, sembra invece in fase accumulativa. Un rischio finanziario che quindi, oggi è tendenzialmente molto basso, troppo, e che rischia di tornare a lievitare. Il VIX è tornato in area **20**, un livello molto importante che va a combaciare con il supporto di medio termine, situazione questa che suggerisce un particolare prudenza operativa e mette in cantiere l'ipotesi di un rimbalzo del VIX.

Indicatori Economici

Tassi d'interesse vs l'occupazione



Commento

Il grafico mette a confronto la crescita dell'offerta di moneta M2 a quella del S & P 500. Dal 1960, il mercato azionario hanno avuto un trend rialzista, quando l'offerta di moneta è cresciuta ad una velocità sempre maggiore. Al contrario, quando l'offerta di moneta è rallentata in modo significativo (cioè la crescita dell'offerta di denaro è caduto più di tre punti percentuali da un alto livello), la necessità di più soldi per sostenere i prezzi più elevati è diventato più difficile da trovare e, di conseguenza la Borsa tendeva ad andare giù. Recentemente, la crescita dell'offerta di moneta ha raggiunto un livello record. Attualmente, la crescita dell'offerta di moneta è in declino (quasi l'8% rispetto al picco), che ha teso a ridurre il potenziale trend rialzista del mercato azionario e, a volte, questo calo di offerta monetaria del M2 precede significativi cali del mercato azionario.

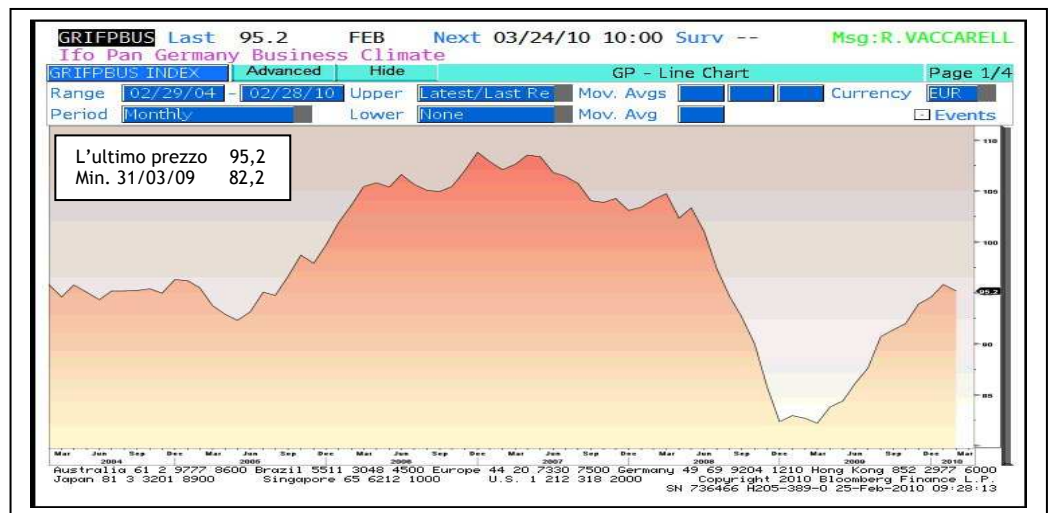
Cos'è?

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

In Germania l'indice Ifo a febbraio è sceso a 95,2 punti dai 95,8 punti di gennaio. Il dato si è rivelato inferiore al consensus, fissato a 96,1 punti. Quello relativo alle attese future è salito a 100,9 punti dai 100,6 di gennaio, sorprendendo il mercato che si attendeva una flessione a 100,5 punti. Anche i mercati europei hanno reagito male dalla pubblicazione del dato e per gli ultimi giorni di febbraio, a questa sfiducia delle imprese.