

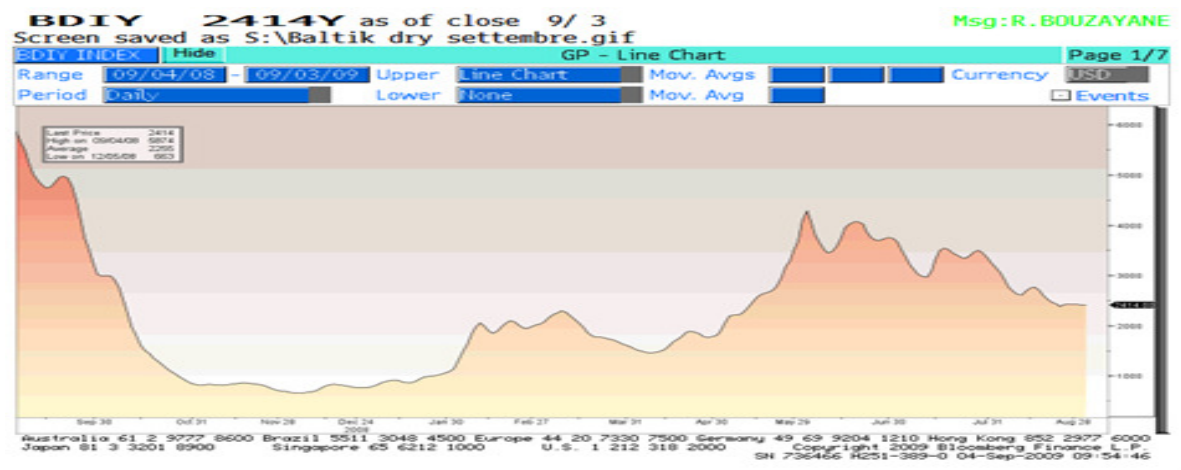
Sofia Monthly Market outlook 31 Agosto 2009

In breve:

- La fine della recessione delle economie più importanti, compresi in Europa, è ormai ampiamente riconosciuta. La lunga fase di resistenza al concetto di recupero nel settore degli investimenti, spiega molte cose sull'attuale comportamento del mercato.
- Anche se gli investitori sono scettici nei confronti del recupero dell'economie trans-atlantiche, i settori ciclici continuano a negoziare a premio. Inoltre, il premio è ampiamente diffuso.
- Dubitiamo che i nostri mercati continueranno a crescere in settembre. Tuttavia, vi sembrano che molti investitori siano ancora in attesa di una correzione del mercato per acquistare. Questo potrebbe ridurre lo spazio di discesa del mercato.

Indicatori economici:

Baltic dry



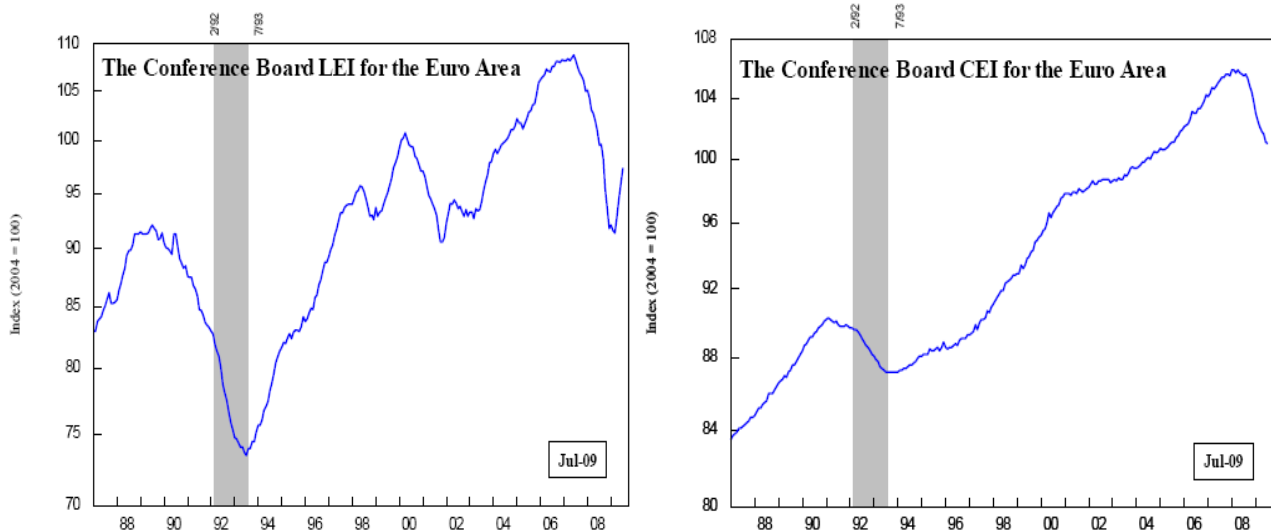
Cos'è?

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). Il **BDI** è considerato da molti un buon indicatore dell'andamento dei prezzi delle commodities e dell'economia reale globale.

Commento

Sebbene l'indice Baltic Dry rimanga comunque in rialzo di quasi quattro volte rispetto ai minimi di dicembre, le prospettive sono tutt'altro che incoraggianti, in effetti nell'ultimo mese questo indice mette il freno e rallenta la sua corsa al rialzo. I primi segnali di rallentamento della domanda cinese lasceranno il segno nelle tariffe delle commodities, a meno che non si vedano nuovi segnali di ripresa della domanda da parte delle altre principali economie mondiali.

Leading European Indicator (Composite Economic Index Leading Euro Index & Coincident Economic Index)



Nota: Le aree ombreggiate rappresentano la recessione nel ciclo economico.

Cos'è?

LEI & CEI (Leading Economic Index e Coincident Economic Index)

Gli Indici Economici composti sono gli elementi chiave in un sistema di analisi per segnalarci i picchi e i minimi nel ciclo economico. I Leading and Coincident Economic Index sono composti dalla media di diversi singoli indicatori che nel primo caso guidano il ciclo economico, mentre nel caso Coincident sono correlati e danno segnali di conferma del trend economico quando tutti puntano nella stessa direzione. Sono costruiti in modo da sintetizzare e cercare di rivelare i pattern dei punti di svolta dei dati economici, in una maniera più chiara di ciascun componente preso individualmente, soprattutto perché questi riescono a ridurre la volatilità dei singoli componenti.

Commento

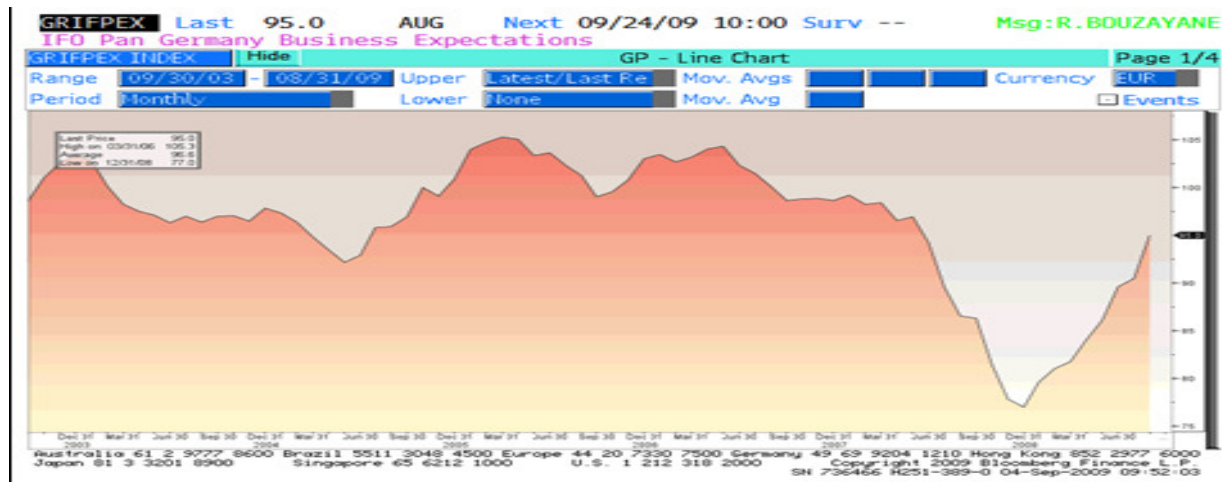
Il LEI sta continuando il suo forte aumento nel mese di Luglio, per la quarta volta consecutiva. Tra gennaio e luglio 2009, l'indice economico è aumentato del 5,8 per cento (su un tasso di 11,8 per cento annuo), un capovolgimento netto dal calo del 7,5 per cento (circa un tasso annuo di -14,5 per cento) tra il luglio 2008 e gennaio 2009.

Cinque degli otto componenti del LEI per la zona euro hanno dato segnali positivi e sono aumentati nel mese di luglio. I componenti dell'indice che hanno contribuito alla crescita, mettendoli in ordine di grandezza (dal maggiormente positivo a quello meno positivo) sono: lo spread dei tassi di interesse 10 anni / 2 anni, il Purchasing Managers Index (manifatturiero), M2, l'Economic Sentiment Index, Stock Price Index.. **I tre componenti che hanno contribuito negativamente invece,** sono stati l'indice delle Aspettative delle Imprese (servizi), i nuovi ordini di Capital Goods e il Residential building permits.

Tre dei quattro componenti del CEI per la zona euro sono aumentati nel mese di Luglio, ma questo non è stato sufficiente a portare in un aumento netto del CEI il quale ha continuato il suo declino nel mese di luglio ad una quota del 1,9 anche se leggermente più lento del declino del 2,4 che ha subito dal Luglio 2008 al Gennaio 2009. I componenti che hanno contribuito **positivamente** sono: il turnover industriale (manufacturing), le vendite al dettaglio e la produzione industriale. **L'unico contributore negativo è stato l'occupazione. Quindi, visto questo leggero cambiamento nell'andamento dei quattro componenti, si percepisce un timido segnale positivo da questo indicatore.** Con il calo dello 0,1% nel mese di luglio, il CEI per la zona euro è ora a quota 101,0 (2004 = 100). Sulla base di una revisione dei dati, tale indice ha registrato un calo nel mese di

giugno del 0,5% e un ulteriore calo di 0,2%, a Maggio. Durante il periodo di sei mesi fino a luglio, l'indice è diminuito dell' 1,9%, con nessuna delle quattro componenti in aumento.

IFO (Ifo Institute for Economic Research)



Cos'è?

IFO L'indice IFO è un indicatore dello sviluppo economico in Germania. Per calcolarlo, viene condotta un'indagine mensile su 7.000 aziende della Germania dell'est e dell'ovest, 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.

Commento

Nel mese di Agosto l'indice IFO della Germania, per il quinto mese consecutivo, sale più delle attese attestandosi a 90,5 punti contro gli 87,3 punti del mese precedente. Questa rilevazione è stata migliore delle attese che avevano previsto un rialzo meno corposo a 88,8 punti.

VIX (OEX Volatility Index)

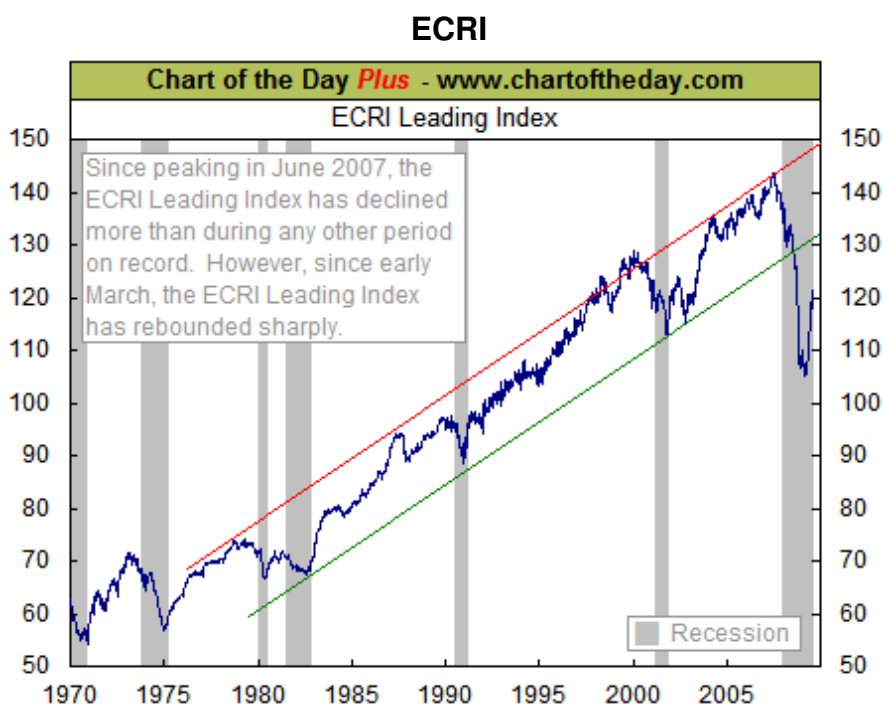


Cos'è?

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.

Commento

Anche se l'indicatore ormai è rientrato in equilibrio su livelli di poco inferiori a quota 30 dopo la punta del 2008/2009 riflettendo il grande miglioramento delle condizioni del mercato del credito, riteniamo che ci potrà essere un aumento della volatilità che potrebbe portare il Vix a rimbalzare sopra il livello di 30. Questo potrebbe coincidere con una correzione del mercato azionario, che però non dovrebbe riportare il Vix a livelli preoccupanti.



Cos'è?

L'ECRI Leading indicator è un indice proprietario elaborato dall'Economic Cycle Research Institute, composto di sette indicatori, proprietari anch'essi, scelti per la loro capacità di segnalare con anticipo sia l'inizio che la fine dei periodi di recessione economica.

Commento

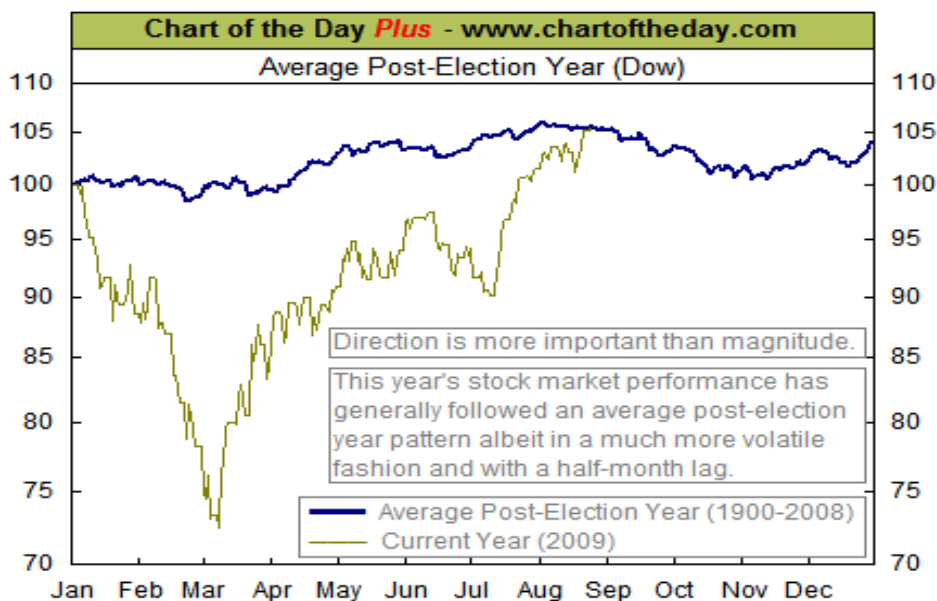
ECRI

Mentre il mercato azionario americano flirta con la sua condizione di ipercomprato, l'economia americana continua il rimbalzo. Per dare un'indicazione sullo stato di salute dell'economia US, presentiamo l'ECRI Leading Index.

Dal 1970, anno in cui è nato l'ECRI LI, un calo significativo dell'Indice ha preceduto l'inizio di una recessione di circa 10 mesi, una ripresa significativa dell'indice ha preceduto la fine di un periodo di recessione mediamente di due mesi.

Sebbene l'indice sia sceso dal picco raggiunto nel giugno 2007 più che in qualsiasi altro periodo documentato, l'ECRI Leading Index ha iniziato a recuperare terreno dall'inizio di marzo. Questo suggerisce che la fine della recessione economica degli Stati Uniti ha avuto luogo verso giugno 2009 e che le prime fasi della ripresa saranno probabilmente abbastanza vivaci.

US Post election year



Commento

Anno Post-Elettorale USA

Il 2009 è un cosiddetto post election year in America, perché è l'anno successivo a quello delle elezioni presidenziali statunitensi.

Il grafico sopra dimostra come ha performato il mercato azionario (linea gialla) nel 2009 e la media storica dal 1900 ad oggi (linea blu) degli anni di borsa dopo le elezioni. Finora in questo anno post-elettorale, la direzione (non l'ampiezza) del mercato è stata abbastanza simile a quello della media degli anni post-elettorali.

Una teoria per spiegare questo comportamento post-elettorale è quella che dice che il mercato tende a scendere durante i primi due mesi dell' anno post-elettorale a causa del fatto che vi è incertezza sulle politiche del nuovo governo e il mercato detesta l'incertezza. Dopo che il nuovo governo ha avuto l'opportunità di esporre le sue nuove politiche, alcune delle paure iniziali si allontanano dando alla borsa la possibilità di un rally che dura fino all'estate. Questo rally post-elettorale è stato statisticamente seguito da una correzione di fine estate / inizio autunno.

Mercati ad Agosto:

Il volume delle attività è diminuito ulteriormente e l'andamento dell' S&P 500 nel mese di agosto ci ha mostrato di non voler scendere al di sotto del livello 1000, anche se questo è probabilmente legato più a mancanza di venditori che da nuova pressione della domanda. È difficile generare pressione di vendita, quando ci sono così tanti fondi sottoinvestiti e con portafogli poco propensi al rischio.

Abbiamo detto che il consensus macro-economico che prevedeva una stagnazione virtuale nelle economie europee fino al 2011 era sbagliato e a questo punto, si deve aspettare che arrivino le previsioni sulla crescita economica in Europa.

Il comparto equity ha comunque dato performance positiva sia in Europa che in USA e la crescita delle borse occidentali non è stata seguita dalla Cina che ha segnato una correzione vistosa. I titoli governativi, sul fronte obbligazionario, hanno raggiunto in agosto nuovi massimi, il comparto corporate è rimasto ben comprato e nelle valute il dollaro contro Yen si è indebolito e contro euro ha dato segnali di poca forza, senza tuttavia deprezzarsi in modo eccessivo.

S&P 500



Dj Stoxx50



iShare Corporate Bond

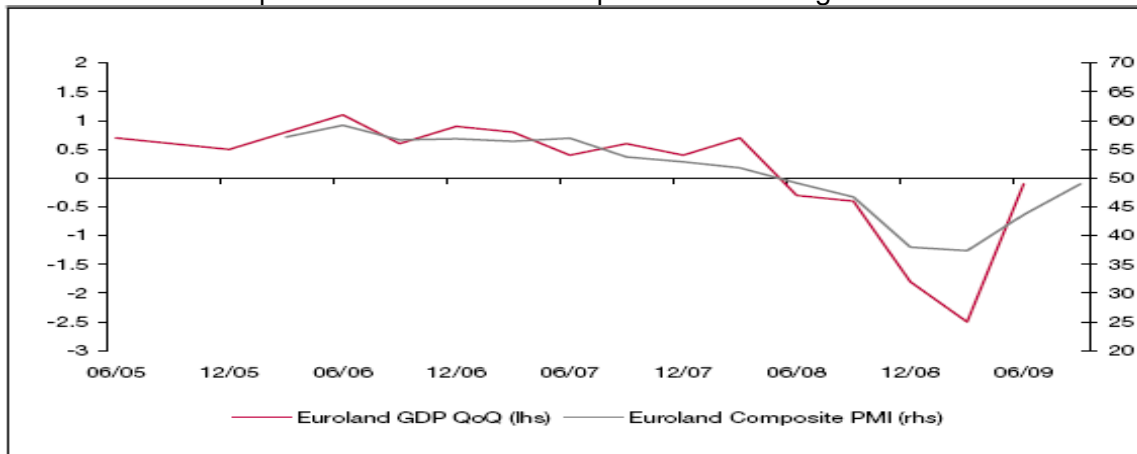


Agosto è stato il sesto mese positivo consecutivo per i mercati azionari trans-atlantici. La fine della super-recessione nelle economie trans Atlantiche è ormai ampiamente riconosciuta e si può affermare che il crollo delle attività immobiliari, iniziato nel 2006, sia giunto al termine.

In Europa si riconosce che la recessione è finita nelle tre maggiori economie di Germania, Francia e Inghilterra (grafico 1), e ormai si pensa che la "recessione permanente" si limiterà a frange marginali della regione europea.

In realtà, i mercati azionari ci hanno rivelato da qualche tempo che il recupero economico sta arrivando.

Grafico 1 – L'indice composto PMI e la variazione percentuale ad ogni trimestre del PIL Europeo



Ciò che colpisce è la resistenza del cosiddetto Smart Money ad accettare i molti messaggi che sono arrivati da più parti sul recupero dell'economia. La gestione professionale ha per mesi rifiutato di accettare che lo scenario deflazionistico e depressivo dell'economia era sbagliato e che lo stimolo economico stava riportando il mercato su binari più normali. Questo rifiuto di accettare un nuovo scenario in cui le classi di investimento legate allo sviluppo economico erano di nuovo da comprare ha creato una situazione anomala sui mercati e spiega molto del comportamento del mercato attuale.

Anche ad Agosto abbiamo visto un sostanziale sotto investimento sulla classe equity da parte dei grossi player di mercato, mentre i prezzi dei titoli sono diventati quasi troppo cari se valutiamo le azioni sotto il profilo della loro capacità di produrre utili.

Lo storno cinese in presenza di un consensus estremamente positivo sull'investimento negli emergenti di quell'area geografica deve far riflettere: il market consensus rischia di essere una trappola, e quando i prezzi si discostano troppo rapidamente da parametri di crescita naturale, gli storni diventano inevitabili.

Previsioni Settembre

Siamo tutti consapevoli del fatto che il consenso economico post-crash sia concorde sull'impossibilità di una ripresa rapida o sostenuta della domanda e dei consumi nel mondo occidentale e ci sono buone ragioni a sostegno di questa teoria. Quello che dobbiamo però domandarci è in che misura un calo della forza dei consumi possa cambiare le aspettative di guadagno sugli investimenti nella classe equity? La nostra logica di investimento ci dice che non ce bisogno di credere in un futuro economico luminoso per apprezzare le opportunità d'investimento create quest'anno dal trauma finanziario, dalla recessione e dalla super inflazione globale e che le azioni possono continuare a ri-prezzarsi quest'anno anche senza una miglioramento della spesa dei consumatori in America.

L'ipotesi di "non recupero" dell'economia ha paralizzato molti investitori, che sono rimasti alla finestra e non hanno preso in considerazione la classe equity e corporate bond come opportunità di investimento, ma, evidentemente, i mercati non sono così malati e l'eccesso di prudenza si sta traducendo in un sotto investimento globale che è sotto i limiti fisiologici di settore. Pur non essendo troppo ottimisti sui mercati azionari in questo momento, visto che anche noi riteniamo che i mercati siano molto saliti e il mese di settembre statisticamente negativo per le borse trova i prezzi relativamente cari e quindi pronti a reagire alle vendite, il fatto che il sotto peso sulle classi di investimento a rischio sia così vistoso crea un "cuscino" di potenziali acquirenti in grado di ammortizzare un eventuale discesa del mercato che ora avrebbe tutte le ragioni per manifestarsi.

Infatti sui mercati vediamo una serie di divergenze che fanno alzare una bandiera gialla a segnalare l'aumento del rischio: i benchmark azionari in Europa sono diventati un po' costosi rispetto agli indicatori del rischio di credito, la performance relativa dei larger cap e dei comparti più difensivi è leggermente migliorata.

Il segnale proveniente dal mercato cinese ha influenzato il prezzo della crescita globale delle commodity nei nostri mercati, e commodity ed equity hanno dimostrato per ora di camminare di pari passo.

Insomma, dubitiamo che i nostri mercati continueranno a crescere in settembre e ci aspettiamo uno storno. Tuttavia, sono troppi gli investitori istituzionali che sono ancora in attesa di una significativa correzione del mercato, e possono continuare ad essere frustrati se non altro nelle dimensioni della correzione che potrebbe essere meno vistosa del prevedibile per via della presenza di tanti (troppi) compratori che devono riportare i loro parametri di investimento in linea con le esigenze di gestione.

Si concluderà con una parola sulla percezione della crescita in Europa.

Storicamente i mercati americani hanno un trend legato alla logica Growth e quindi hanno una performance migliore rispetto ai mercati europei. Dalla metà del 2008 invece Europa e USA hanno marciato affiancate. Questo ci fa pensare che i mercati abbiano scontato una fase di crescita migliore per le economie e europee e che da qui al prossimo futuro la crescita in Europa sarà legata a valutazione value che porteranno una crescita dei corsi azionari più ragionata mentre in Usa le logiche growth, passate le fasi di correzione, potranno riprendere a dare migliori performance per i titoli di oltreoceano.