

SOFIA MONTHLY MARKET OUTLOOK 30 SETTEMBRE 2009

- La grande storia del mese di settembre è lo switch dal credito al equity, la quale sta sovra performando le commodity. Sarà questo l'inizio di una riabilitazione della categoria delle equity nei mercati trans Atlantici?
- Le nostre proiezioni di crescita del PIL mondiale: la posizione attuale.
- Il dollaro americano può recuperare fino a quando si prevede che la Federal Reserve aumenterà i tassi di interesse del dollaro?

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).

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



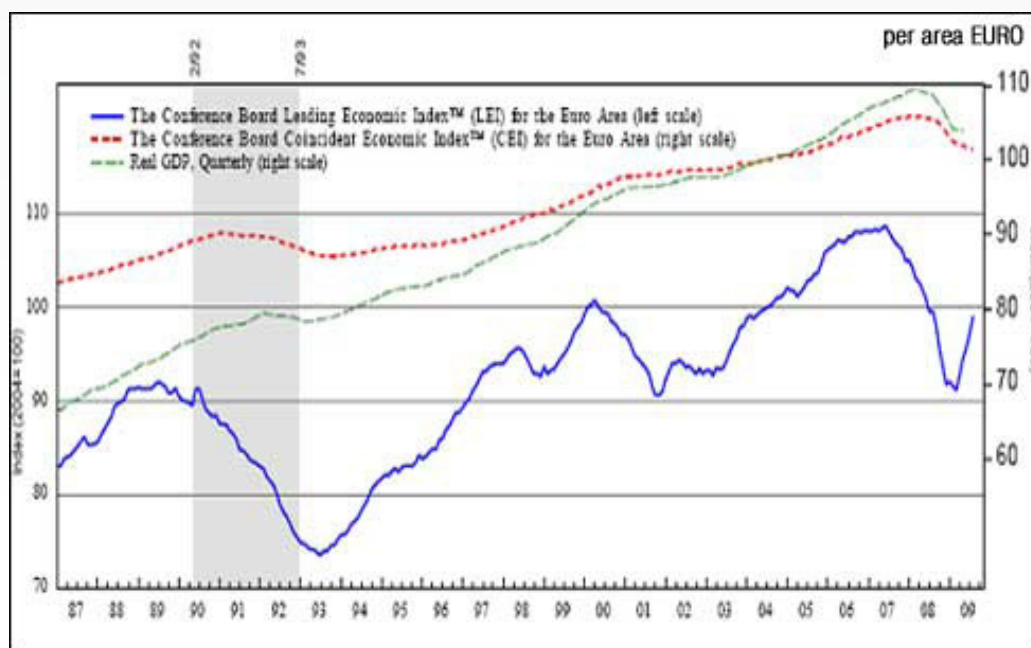
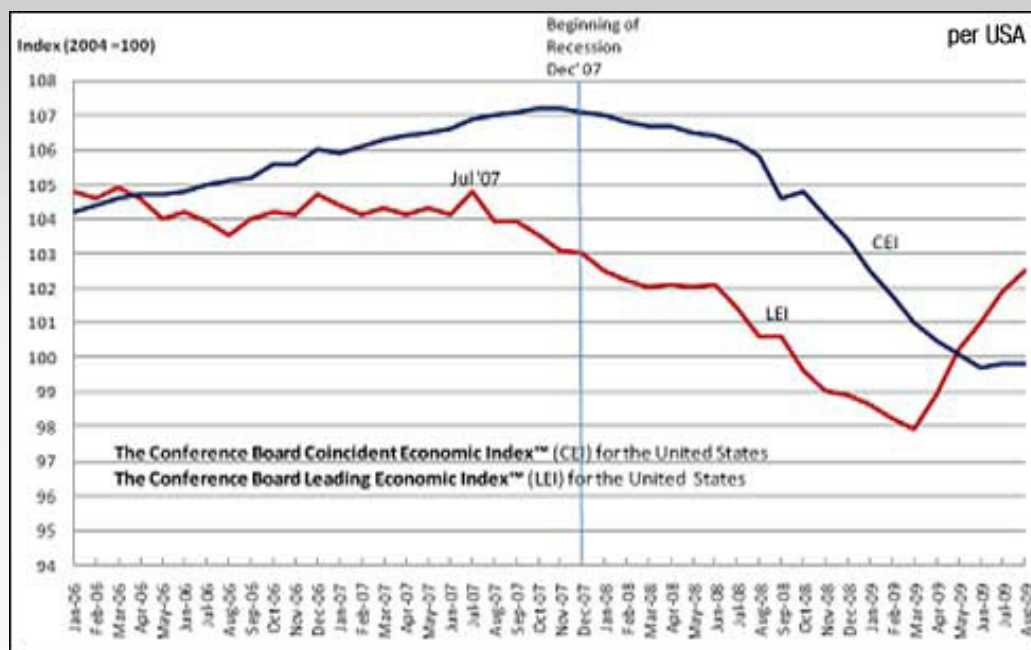
Commento

Il Baltic Dry Index diverge dalle altre asset class e crea un'incongruenza che lascia perplessi. Mentre gli altri mercati continuano il rally (China ha recuperato in modo significativo dopo la sua correzione, i mercati statunitensi continuano a spingere in alto), il Baltic Dry rimane piatto. Dopo aver raggiunto un max nei primi di giugno ha preso la strada del ribasso, anche se rimane comunque in rialzo di quasi 4 volte rispetto ai minimi di dicembre. Questo indice ci sta dando un cattivo segnale. La domanda che ci sentiamo di porci è: questo indice ha preceduto la caduta in China durante l'estate suggerendoci appunto che questo recente rimbalzo è solo un falso segnale o semplicemente questa volta è in ritardo?

CONFERENCE BOARD LEADING ECONOMIC INDEX

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

Dopo aver raggiunto il suo picco nel mese di luglio 2007, LEI per USA è sceso per venti mesi consecutivi – la tendenza al ribasso più lunga dalla metà del 1970 – ma dal mese di aprile ha cominciato il suo rialzo ed i suoi gain sono diventati molto ampi.

Questa crescita, che ormai dura da 6 mesi, continua ad accelerare. Allo stesso tempo, la tendenza al ribasso dell'indice CEI sembra essersi stabilizzato, questo indice ha smesso di scendere diventando per lo meno piatto durante questo trimestre.

Questo suggerisce che la recessione ha ormai toccato il fondo. Questi numeri sono coerenti con la view che dopo una recessione molto grave, il recupero è molto vicino. Ciò che però resta incerto è l'intensità e il modello di questo recupero.

Il LEI per la zona Euro continua a crescere ad un ritmo più veloce del LEI statunitense, ma questo è probabilmente legato alla gravità della recessione economica nella zona Euro.

Le condizioni economiche dovrebbero continuare a migliorare nel breve termine, ma una

potenziale crisi del lavoro, può far deviare una ripresa sostenibile in Europa. Il LEI per la zona Euro è aumentato del 8% nel corso del 2009 dopo essere caduto più del 15,0 per cento tra giugno 2007 e dicembre 2008. Nel frattempo, il CEI per la zona Euro è diminuito del 0,1% in agosto, scendendo a 101,4 (2004 = 100), secondo le stime preliminari, dopo essere diminuita dal 0,2 per cento in entrambi i mesi di luglio e giugno

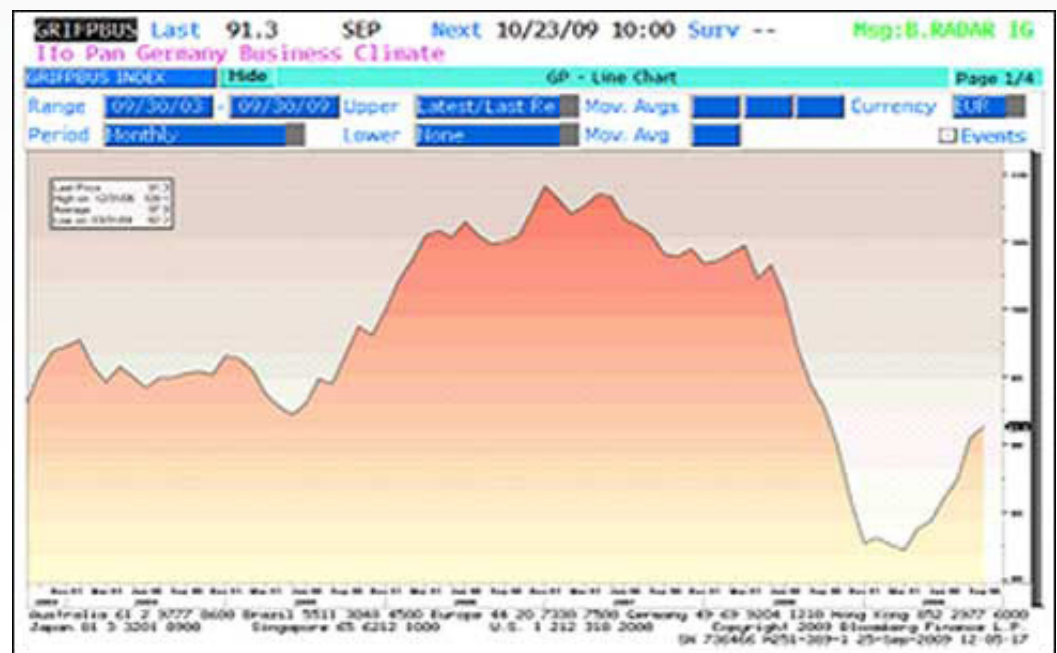
IFO (IFO INSTITUTE FOR ECONOMIC RESEARCH)

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

L'indice Ifo, il sintetizzatore della fiducia delle imprese tedesche, è salito a settembre ai massimi dell'anno di 91,3 da 90,5 di agosto.

L'incremento non ha però raggiunto le stime del consensus 92 punti. Secondo l'economista Ifo, Klaus Abberger, la ripresa dell'economia tedesca potrebbe essere bassa nei prossimi mesi, qualora aumenti la disoccupazione e i pacchetti di stimolo globale si esauriscano. "Vedo il pericolo che la ripresa non sia sostenibile"

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.



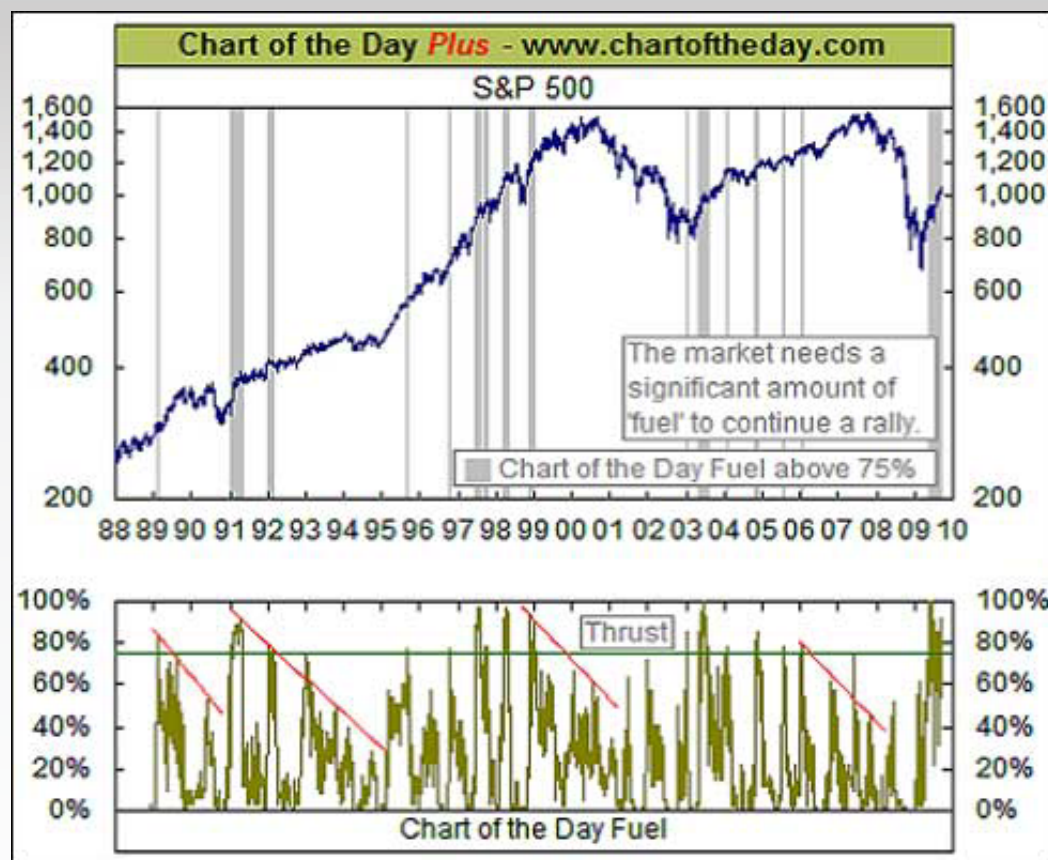
Commento

La volatilità continua la sua discesa. Storicamente 20 è un livello di supporto interessante

FUEL INDICATOR

Cos'è

Per capire se il mercato USA ha la forza per continuare un rally rialzista, nel chart qui sopra mostriamo un indicatore proprietario sviluppato dal noto sito di analisi statistiche di borsa e di economia chartoftheday.com. COTD ha calcolato un indicatore: il Chart Of The Day Fuel che calcola il livello della liquidità sul mercato. Quando il livello del Fuel Indicator sale sopra 75%, si acquisisce un'indicazione importante: è in corso una massiccia iniezione di liquidità sul mercato e quindi ci sono ottime possibilità che il rally possa continuare.



Commento

Il grafico illustra che il mercato azionario statunitense è in ipercomprato nel breve. Per determinare l'entità di una potenziale risposta del mercato in queste condizioni di ipercomprato, ci viene in aiuto il Fuel Indicator, che consente di determinare la resistenza interna del rally del mercato azionario. In generale quando questo indicatore va al di sopra del 75%, è indicativo di una infusione di liquidità massiccia e suggerisce che qualsiasi correzione nei successivi 12 - 18 mesi sarà relativamente piccola e che il rally rialzo è ancora forte. Verso la fine di mercati rialzisti e durante i mercati ribassisti, il Fuel Indicator non tende a superare il 75% che indica una mancanza di sostegno per la continuazione del rally. Come dimostra il grafico, l'indicatore rimane tuttora sopra la soglia del 75%, indicando che il trend rialzista in corso è forte e ha spazio per continuare e suggerisce che eventuali correzioni nel corso dei 12 - 18 mesi prossimi risulteranno probabilmente essere flessioni in un mercato al rialzo, e quindi opportunità di acquisto.

MERCATI A SETTEMBRE:

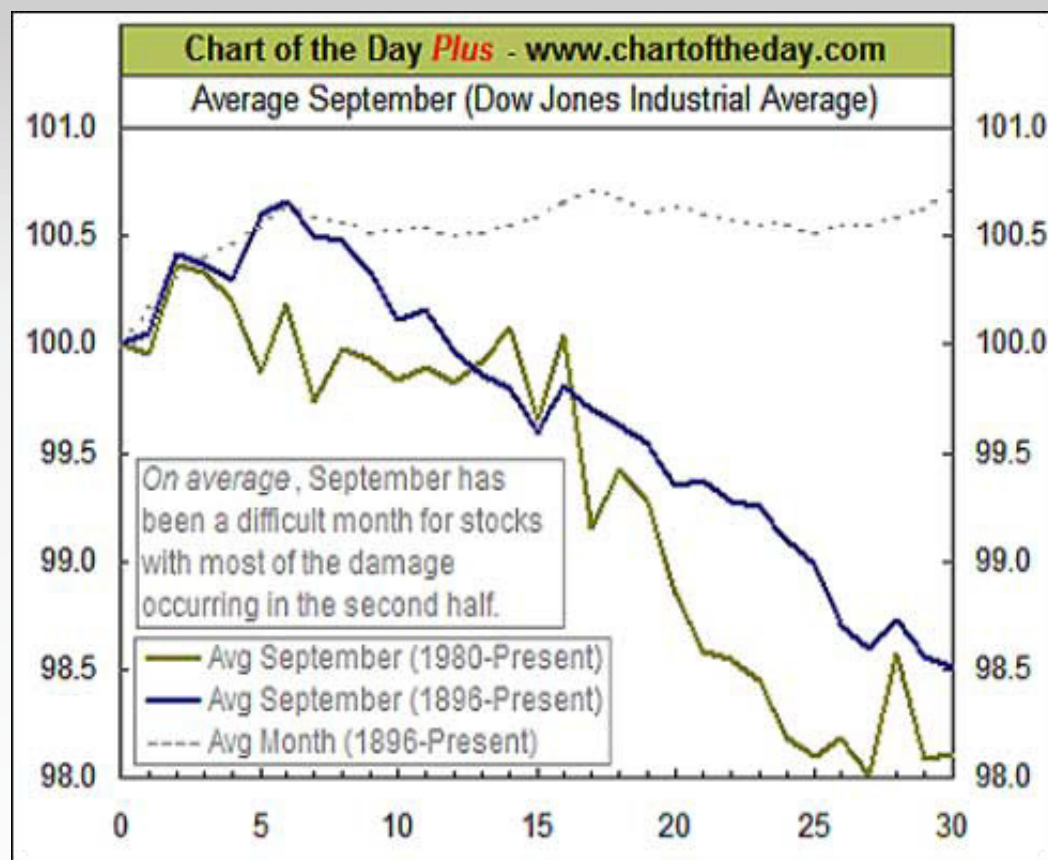


Grafico 1

Storicamente, settembre è sempre stato il mese più difficile per il Dow. Finora in questo settembre, il Dow Jones è leggermente più alto dei massimi di agosto. Il grafico presenta la performance media giornaliera del Dow Jones nel mese di settembre dal 1980 (la linea d'oro) e dal 1896 (linea blu). Il grafico illustra come, in media, la maggior parte delle prestazioni negative di settembre del Dow si siano verificate durante la seconda metà del mese.

La nuova moda tra gli investitori è passare dal credito all'equity negli Stati Uniti e mercati europei e ciò è dovuto al fatto che il credito non è più a buon mercato perché i tassi impliciti di default sono scesi ad un livello normale.

In realtà, se questo ciclo degli investimenti non si dimostrerà diverso da quelli che lo hanno preceduto, la leva per gli investitori è nell'azionario piuttosto che nel credito.

Infatti le azioni stanno già sovra performando le commodity, come si vede dall'andamento degli indici delle materie prime o, più semplicemente, dal prezzo del petrolio.

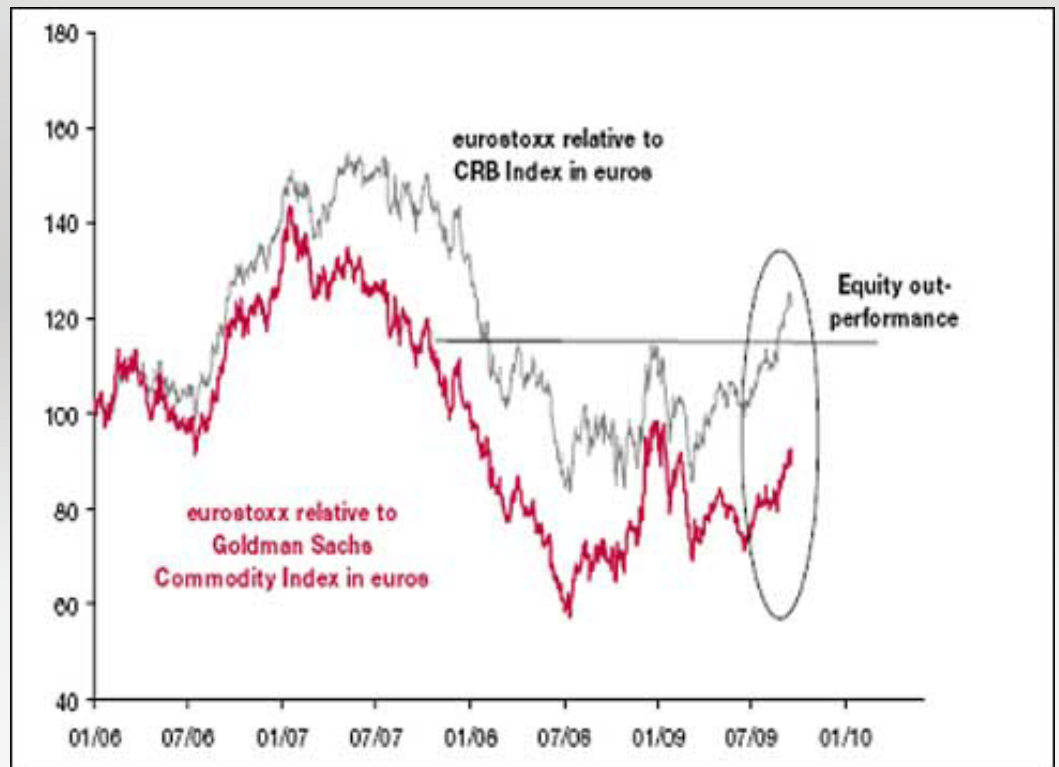


Grafico 2

La maggior parte delle materie prime non è stata in grado di mantenere il suo slancio rialzista per tutta l'estate e la sovraperformance del comparto azionario rispetto a quello delle materie prime è particolarmente visibile in Europa perché si è verificato nonostante il dollaro debole.

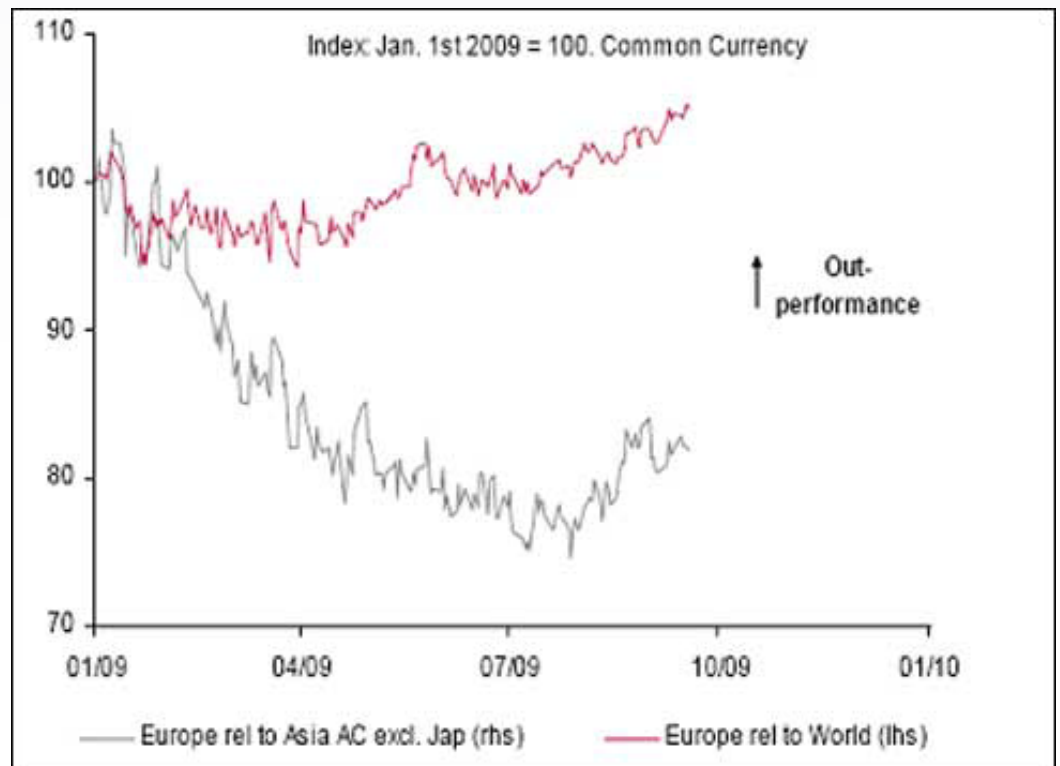


Grafico 3

In effetti l'Europa sta sovra performando sia i mercati emergenti che quelli globali dalla fine del luglio in termini di moneta comune (grafico 3). Tuttavia, il motivo della sovra performance dei mercati azionari europei è semplice: le attese di crescita globale, e ora per l'Europa, sono in aumento.

S&P500

Ci sono due livelli dell'indice S&P500, che sono di particolare importanza per il recupero di questo anno. Il primo è stato il livello 950. Una volta che questa resistenza è stata perforata la parte ribassista di Wall Street si sentì obbligata ad accettare il tema della reflazione e del recupero economico. Il secondo livello è quello che abbiamo raggiunto ora, l'area 1060-1100.



Il mercato è sceso precipitosamente da qui l'anno scorso dopo che è stato permesso a Lehman di fallire. Quando l'S&P500 prezerà sopra questo livello, vorrà dire che il recupero dell'azionario è qualcosa di più che una semplice questione di inversione degli effetti del trauma finanziario: sopra quel livello le ultime barriere di scetticismo sul lato rialzista scompariranno e il volume di attività si riprenderà.

DJ EURO STOXX50



iSHARE CORPORATE BOND



LA CRESCITA DEL PIL IN EUROPA: UNA VOCE FUORI DAL CORO

Per il 2009-2010 la nostra previsione per la crescita del PIL di circa il 4% in Asia (6% in Asia ex-Japan) e del 3,5% per l'America Latina nel prossimo anno è leggermente più bassa del consensus per il primo e un po' più alta per il secondo. Il nostro obiettivo principale di analisi è, ovviamente, l'Europa ed è qui che le nostre opinioni sono diverse dal consensus di mercato.

A seguito del crash del 2008, le aspettative di crescita per l'intera regione europea si sono ridotte al livello più basso mai registrato. Dopo un eccesso di pessimismo, il processo di revisione dei dati è incominciato. Gli economisti hanno cominciato ad aumentare le loro previsioni di crescita nella regione europea nelle ultime settimane, ma crediamo che ci sia ancora molto da fare (grafico 3).

Grafico 4 - Il consensus per le previsioni di crescita del PIL a 12 mesi per regioni



In un mondo in cui la crescita nelle economie emergenti può mantenere un forte slancio e in cui il Nord America può espandersi nell'ordine del 2,5-3% nel corso dei prossimi 12-18 mesi (come stiamo vedendo in questo trimestre), riteniamo che il contesto generale di "super-reflation" dovrebbe consentire una crescita prossima al 2% per l'Europa nel 2010.

Il consensus è allo 0,5%, quindi attualmente i nostri numeri aggiungono al consensus un altro 1,6% che può sembrare molto, ma che non ci fa considerare "ottimisti".

Perché questo particolare scoraggiamento del mondo economico sulle prospettive di crescita in Europa?

Le percezioni sull'andamento dell'economia europea sono fortemente orientate al ciclo economico.

Nella parte inferiore del ciclo si ascolta sempre lo stesso ritornello "da dove dovrebbe provenire la crescita in Europa?"

Questi effetti sono rafforzati dalla natura asimmetrica dell'impatto della crisi di credito su Europa. Chiaramente, l'Europa ha perso la leadership di crescita della sua "zona di prosperità" nella periferia della regione (emerging europe).

La nostra visione positiva di un prossimo sviluppo dell'economia europea si riferisce soprattutto, a tre considerazioni:

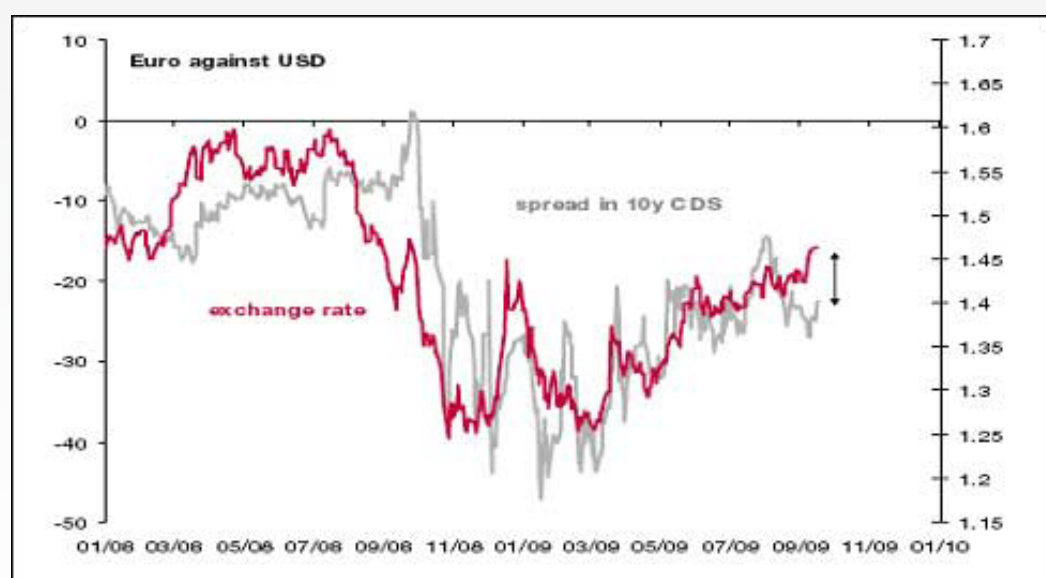
- Il "centro" di Europa che per ora ha sottoperformato, provvederà ad una compensazione parziale per la perdita di dinamismo della periferia della regione. L'Europa non ha perso la sua crescita; la leadership di crescita all'interno della regione si è spostato verso i paesi della vecchia Europa da quelli della nuova Europa che sono stati colpiti dalla crisi.
- Nella periferia dell'Europa le differenze di vulnerabilità tra i vari paesi sono stati sottovalutati. Le economie nordiche - con l'ovvia eccezione dell'Islanda - sono state molto meno danneggiate di quelle spagnola. Entro CEE la capacità di resistenza della Polonia e Turchia è stata sotto-stimato (e, in misura minore, quella della Repubblica Ceca). La crisi ha rivelato invece un elevato grado di vulnerabilità strutturale in Ungheria, Bulgaria e Romania.
- Gli effetti macroeconomici della competitività e il livello di qualità del settore delle imprese in Europa tende a essere sottovalutato. Le aziende quotate europee hanno dimostrato la loro capacità di difendere un livello di redditività elevato rispetto ai parametri storici. La velocità con cui le aziende stanno adeguando le loro finanze dopo il crash finanziario non è differente da quella dei loro concorrenti americani. Gli effetti economici negativi di tali adeguamenti sono stati abbastanza drammatici negli ultimi 12 mesi. Essi inizieranno presto a muoversi in inverso e i dati di profitto delle imprese europee potranno rapidamente migliorare.

NOTA SUL DOLLARO

Legittimo porsi una domanda: Il dollaro americano può recuperare fino a quando si prevede che la Federal Reserve aumenterà i tassi di interesse del dollaro? La domanda non è così semplice.

Ci sono una serie di divergenze, del genere illustrati dal grafico 4 che suggerisce che non dovremmo estrapolare la logica secondo la quale il valore del dollaro è correlato negativamente con il comportamento delle asset rischiosi.

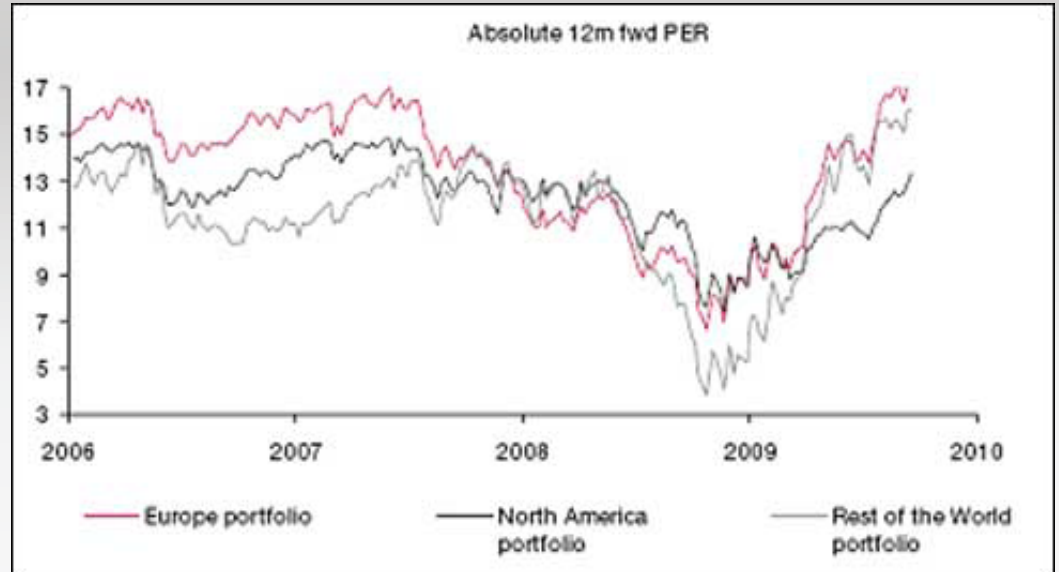
Grafico 5 - Euro/USD e i spread degli CDS a 10 anni di USD/Euro



La rivalutazione della categoria degli asset azionari – le out performance di entrambi credito e commodities – è uno sviluppo positivo per il dollaro. Ci suggerisce che l'aumento della positiva correlazione tra azioni e commodities possono aver raggiunto l'apice. Se è così, cambiamenti nel valore del dollaro può causare una correlazione negativa inferiore con le azioni e le commodities. Ciò che ci sembra chiaro è che il dollaro – e le azioni europee maggiormente sensibili (correlate al) dal dollaro – rappresentano un'opzione difensiva interessante per gli investitori basati in valute europee. Il grafico 5 sottolinea come le industriali europee cicliche, maggiormente dipendenti dal mercato americano, hanno sotto performato i loro omologhi nel recupero da marzo. Il premio per il rischio collegato al dollaro fornisce la spiegazione principale. Il dollaro americano è diventato relativamente economico al confronto diretto con le valute europee, così come la maggior parte delle azioni europee correlate al dollaro all'interno del mercato azionario della regione.

Grafico 6 - Le previsioni a 12 mesi dei P/E delle industriali cicliche europee in base alla loro distribuzione geografica delle vendite

Ci aspettiamo di vedere il p/e a 12 mesi forward di tutti i segmenti industriali ciclici significativi arrivare quest'anno al di sopra del loro punto più alto del 2007: America e le cicliche correlate al dollaro sono in ritardo



Noi partiamo dal presupposto che il dollaro trarrebbe beneficio, se, per qualsiasi motivo, le asset rischiosi sono sotto pressione. Tuttavia, non ci è chiaro che la reciprocità sia vera, che il dollaro continuerà a deprezzarsi se i mercati azionari continuano ad avanzare. La parità GBP / Dollaro sta dando un segnale all'euro in questo senso.

CONCLUSIONI OPERATIVE PER OTTOBRE

- L'economia reale resta pesante, poche le possibilità di ripresa forte. I primi segnali di possibile miglioramento dei consumi arriveranno dall'aumento dei posti di lavoro in USA.
- Senza crescita della domanda l'inflazione non può ripartire.
- Nessun segno di rientro dello stimulus: i messaggi politici sono tutti a favore di una continuazione dell'intervento.
- La forte liquidità iniettata nel sistema trova il suo sbocco migliore nella finanza.
- La liquidità resta forte e i pull back nei prossimi 6 mesi saranno opportunità di acquisto.
- Nel lungo termine Cina e altri emergenti sono i nuovi punti di attrazione della mania speculativa insieme a nuove tecnologie che potrebbero interessare fonti alternative di energia e di locomozione.
- Le classi di investimento hanno un target di rendimento che le rende attrattive a turno. Si mantiene la concorrenza tra corporate ed equity. I Governativi quando si avvicinano a rendimento 4% sono di nuovo appetibili. I P/E 2010 sono ancora dubbi.