

Milano, 17 Giugno 2009

## Settori raccomandati e asset allocation

### In breve:

- La ripresa delle aspettative di crescita economica e dei prezzi ha dato luogo a due problemi: l'aumento dei tassi a lungo termine e la rinascita dell'inflazione sulle materie prime. Secondo noi questi due problemi non sono ancora un serio ostacolo allo sviluppo.

In realtà ci sono altre due problemi più pressanti.

In primo luogo, il problema della leadership all'interno dei mercati azionari, infatti a parte il tema di investimento legato al binomio materie prime/crescita globale, mancano tematiche di investimento alternative.

In secondo luogo, il problema del ritiro del mondo della politica dalla finanza, in particolare per la politica monetaria degli Stati Uniti.

Cercheremo di analizzare le ragioni per cui ai primi segni di una riduzione da parte della FED dell'eccezionale livello di stimolo monetario, potrebbe partire una correzione importante dei corsi azionari e una rotazione su larga scala verso i settori difensivi.

- vi è una forte resistenza a livello 950 del S&P 500. Il rialzo US si sta esaurendo? Abbiamo difficoltà nel credere che i mercati si comporteranno in modo ragionevole in assenza di un segnale di cambiamento della politica monetaria. Chiaramente, la chiamata successiva è la rotazione dai settori risk e value verso quelli defensive growth. Non siamo ancora convinti che il momento di un'inversione sia arrivato: il trend del recupero non sembra ancora essere sufficientemente esteso.
- I recenti dati economici del Regno Unito indicano che la recessione sta giungendo al termine, un po' prima di quanto non stia succedendo nella zona euro. Il periodo in cui decideremo di attuare una strategia di investimento sui difensivi si avvicina.

### Il primattore sulla scena di domani

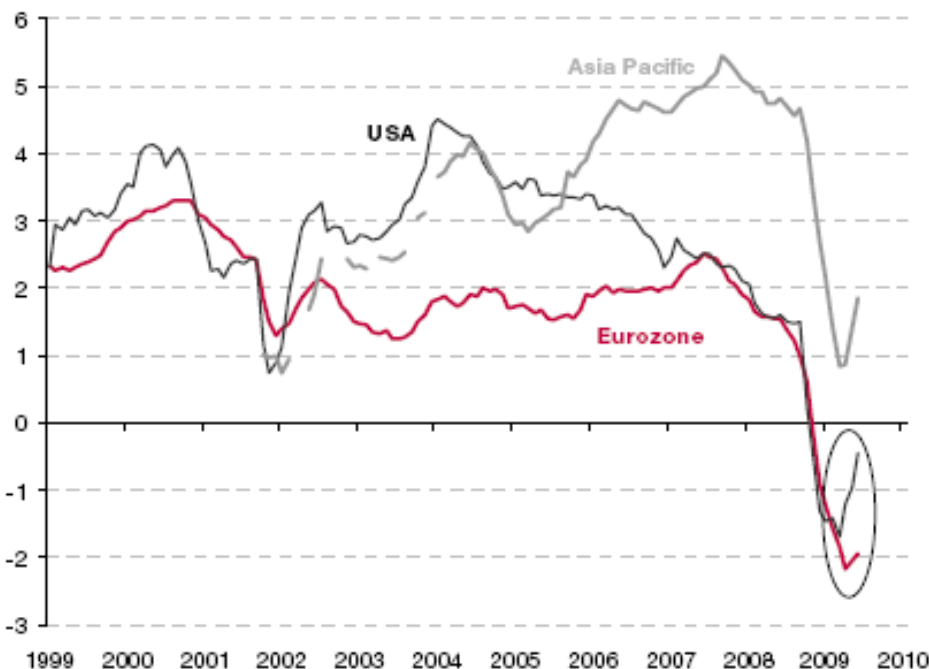
Vi è una storia ancora più grande da raccontare: dobbiamo aspettarci che la pacificazione dei mercati finanziari ottenuta grazie alla politica (iper)-reattiva del governo aumenterà la volatilità nell'economia reale, almeno nel corso dei prossimi due anni. In altre parole, il recupero economico sarà irregolare. Gli economisti chiamano questo scenario economico "la fine della grande moderazione".

In un certo senso, i nostri mercati stavano diventando lenti e noiosi in confronto con la recente esperienza fatta di volatilità violenta, e proprio in queste condizioni di calma apparente, stiamo iniziando a vedere più chiaramente il motivo per cui ci sarà una correzione in estate. Il primo attore degli sviluppi prossimi sarà la Federal Reserve. La speculazione su un prossimo aumento dei tassi di interesse del dollaro è destinata ad aumentare a causa della fine della super-recessione globale che è ormai in vista. Tuttavia, secondo il nostro modello economico non è ancora arrivato il momento di un

cambio di scenario sui tassi. In questo momento riteniamo che il rischio del mercato equity sia ancora asimmetrico e favorevole al rialzo (in Europa si potrebbe definire un trend di "consolidamento con una tendenza di fondo rialzista").

Le previsioni di crescita sono in corso di revisione quasi ovunque (grafico 1). Il FMI - un buon barometro della consenso - ha rialzato la sua stima per la crescita mondiale nel 2010 dal 1,9% al 2,4%.

**Grafico 1** – Il consensus delle previsioni a 12 mesi sulla crescita del PIL in USA, Asia Pacific e Eurozone



Nell'ultimo mese le stime del PIL a 12 mesi sono in crescita in tutte le aree

Anche se— come era prevedibile - la zona euro è in ritardo, ci dovrebbero essere solo poche eccezioni di rilievo alla regola generale del recupero economico, visto che la super-recessione globale si è sviluppata quasi ugualmente e nello stesso tempo in tutte le parti del mondo.

Secondo la maggioranza degli economisti, la crescita del PIL dovrebbe diventare positiva nel 3° trimestre negli Stati Uniti e in molte altre grandi economie (grafici 2 e 3).

In realtà, nel Regno Unito il calo del PIL potrebbe essere già alla fine (grafico 4).

**Grafico 2** – La correlazione tra ECRI US Leading indicator e S&P500



**Grafico 3** – L'output industriale in America ed Europa



Il recupero in area Euro è in ritardo a confronto con le altre economie sviluppate, il che accade quasi sempre, quando il ciclo produttivo raggiunge il suo bottom

**Grafico 4** – Il cambio Euro/Sterlina UK

Il recupero della Sterlina contro Euro si è esteso oltre la media mobile a un anno, suggerendo che a dicembre 2008 è sicuramente arrivata la fine della sua fase di declino. Le ultime statistiche economiche indicano che la fase di super recessione è già finita nel Regno Unito: la crescita del PIL sarà probabilmente vicina a zero nel 2° trimestre e positiva nel 3° trimestre.



La nostra interpretazione è che la maggior parte degli economisti abbiano sotto-stimato l'effetto di breve termine di ciò che è stata una politica iper reattiva in America per di più amplificata dallo stimolo monetario e fiscale, e che è stata poi adottata con maggiore o minore entusiasmo, da tutta l'economia mondiale.

L'influenza deflazionistica del de-leveraging economico si farà sentire più gradualmente, mentre l'effetto crescita dello stimolo monetario sta dando risultati molto forti e in certi casi maggiori delle aspettative.

Il continuo aumento nei principali indicatori economici e la revisione al rialzo delle previsioni di crescita mantengono alta la pressione per la ristrutturazione dei portafogli di investimento che nella crisi sono stati fortemente sotto pesati nell'equity. Inoltre, la risposta politica dei governi alla crisi finanziaria aiuta i bilancio delle aziende a scapito dei titoli governativi, visto che la qualità del debito pubblico si è deteriorata nello sforzo di salvare il privato. Di conseguenza riteniamo improbabile che il rendimento dei governativi si attesti a livelli superiori al 4% per ora, visto che questo, oltre al resto, genererebbe costi enormi sul fronte del finanziamento del debito pubblico.

### **Ancora sui tassi**

L'esame delle aspettative sulle variazioni dei tassi d'interesse conduce a due conclusioni. In primo luogo, la rimozione dal mercato delle aspettative deflazionistiche che sono ormai finite, nel senso che la curva a lungo termine del Treasury è prezzata per il ritorno del trend di crescita positiva, anche se in uno scenario con bassa l'inflazione. In secondo luogo, la "normalizzazione" della curva a breve termine non è ancora completa, in quanto il tasso dei Funds non è previsto in aumento sopra il livello del 3% fino a tutto il 2011. In altre parole, la politica monetaria dovrebbe rimanere espansiva perché il tasso dei Fed Funds dovrebbe rimanere ben al di sotto del tasso di crescita previsto del PIL nominale. Quello che vogliamo sottolineare è che nel mondo finanziario si presume che la politica monetaria degli USA rimarrà espansiva. Il "re-entry" monetario viene inteso come una transizione da una posizione super-espansiva a qualcosa di più convenzionalmente espansionistica. Si presume, infatti, che l'onere del debito pubblico e privato eliminerà il rischio di una restrizione monetaria.

La presa d'atto della espansione monetaria negli Stati Uniti ha dato origine all'ultima moda negli investimenti: la scommessa sul deprezzamento degli asset US.

L'idea è che il de-leveraging economico post crisi nelle economie trans-Atlantiche eviterà l'insorgere di inflazione per la produzione domestica di beni e servizi e perché la domanda aggregata sarà bassa. Si presume che l'espansione monetaria in America continuerà a produrre deprezzamento del dollaro. Un dollaro debole trasferirà potere d'acquisto al mondo emergente. Allo stesso tempo, il prezzo delle materie prime e la domanda di beni commerciabili a livello internazionale, continuerà a crescere nei paesi emergenti.

In altre parole, questa scommessa di investimento, si basa sul fatto che il trend del potere di acquisto tipico di questo ultimo decennio possa continuare, anche se in un ambiente di sviluppo della domanda più lento.

La nostra conclusione produce uno scenario di investimento che richiede un atteggiamento prudente.

È presumibile che la Federal Reserve non sarà interessata ad adeguare i tassi del dollaro ancora per un po' di tempo. Tuttavia, è possibile che possa indicare la volontà di aumentare i tassi anche già quest'estate - se la svalutazione implicita americana producesse ulteriore forza per le commodity e indebolimento del dollaro (accompagnato da ulteriori incrementi dei mercati azionari).

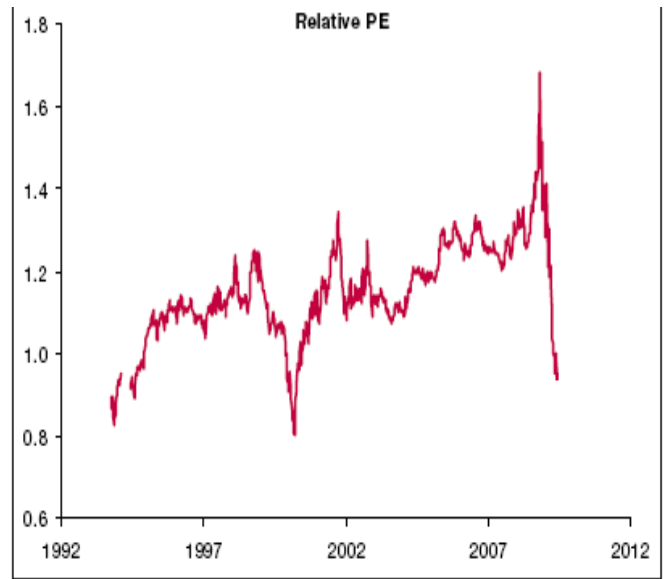
Anche senza un incremento dei tassi da parte della FED, l'impatto di un ulteriore appiattimento della curva dei rendimenti del Treasury potrebbe essere molto drammatico. Il dollaro potrebbe riprendere salire e le commodities cadrebbero, forse bruscamente. I mercati azionari potrebbero scendere con le commodity, perché non vi è alternativa reale e di settore alla leadership della crescita mondiale dei titoli legati alle commodity sui mercati. All'interno dei mercati azionari l'appiattimento della curva dei rendimenti dei titoli di stato fornirà il segnale di un massiccio spostamento dagli investimenti risk e value verso tematiche di investimento su titoli defensive growth (grafico 5).

Ma quanto serio è questo tipo di rischio? Per quanto lo scenario possa essere corretto nel medio termine, il pericolo non sembra essere imminente.

Il punto è che questo scenario diventerà significativo nella misura in cui le attuali tendenze continueranno. Se la politica iper reattiva dei governi sarà sufficientemente potente da portare l' S & P500 ad un livello prossimo a 1000 - accompagnata da un dollaro più debole e da prezzi delle commodity più alti - ci aspettiamo un segnale politico di adeguamento a questo scenario.

Qualunque sia la probabilità che si attribuisce a questo rischio la conclusione è la stessa; gli attuali trend del mercato non sono sostenibili per molto tempo ancora. I mercati si stanno già ponendo domande sui tempi del re-entry di politica economica e la prima risposta deve essere data già dalla Fed nel prossimo trimestre.

**Grafico 5** – Il prezzo relativo e il P/E dei tre principali settori defensive growth\* Europei



\*Health care, Food & Beverages e Personal & Household goods and services