

Mercati nel panico, manteniamo la calma

I mercati finanziari hanno iniziato l'anno nel panico. Nei primi 20 giorni dell'anno le borse hanno registrato perdite tra il 10% ed il 15%. I rendimenti obbligazionari sono scesi in modo significativo in USA e nella zona euro. Il movimento trae origine dai rischi di recessione USA e dai timori di rallentamento globale che sono decisamente aumentati dopo lo scoppio della crisi sub-prime in America. Negli ultimi giorni, a considerazioni di tipo fondamentale si sono sommati elementi tecnici quali la rottura di importanti livelli di supporto sugli indici americani che hanno generato una vera e propria ondata di "panic selling". Non riteniamo opportuno inseguire i mercati azionari al ribasso e quelli obbligazionari al rialzo. A livello valutativo c'è ancora valore nei titoli obbligazionari della zona euro, soprattutto a breve scadenza, che sottostimano le probabilità di ribasso dei tassi da parte della BCE. Sono invece cari i titoli USA, a meno di ipotizzare uno scenario (a cui non crediamo) di recessione molto prolungata con forte discesa dell'inflazione. I titoli corporate hanno subito un forte allargamento degli spread ed iniziano ad apparire interessanti dal punto di vista valutativo, soprattutto nel comparto Investment Grade. Nell'immediato questi titoli saranno ancora sottoposti al rischio di notizie negative sui bilanci aziendali ed un posizionamento strutturalmente favorevole è prematuro. Sulle azioni ribadiamo il messaggio di cautela dei mesi scorsi, ma pensiamo che il posizionamento migliore sia la neutralità e non il sottopeso. La volatilità è destinata rimanere elevata nell'immediato, eventualmente con nuove puntate verso il basso. A questi livelli di valutazione però la ripetizione di un bear market stile 2001-2002 è improbabile. Più probabilmente ci troviamo in una situazione simile al 1990, quando ad una calo forte e veloce, seguì una fase di stabilizzazione e poi un rapido recupero. A fronte di un posizionamento complessivamente neutrale sulle azioni, è consigliato un posizionamento difensivo dal punto di vista settoriale. Una notazione particolare meritano le valute. Dopo anni in cui l'euro forte ha penalizzato gli investimenti in valuta straniera, il 2008 si candida almeno per una stabilizzazione, soprattutto se, come crediamo, la BCE taglierà i tassi.

Contesto Macro

Il contesto macro risulta fortemente deteriorato, soprattutto negli USA dove i rischi di recessione sono elevati. La fiducia delle imprese industriali è scesa in territorio di contrazione dell'attività, il mercato del lavoro ha evidenziato chiari segnali di rallentamento, continua la revisione al ribasso degli utili aziendali, penalizzati dalle perdite da sub-prime, il prezzo del petrolio si mantiene a livelli elevati. Tra gli elementi favorevoli vanno citati, la discesa dei tassi interbancari verso quelli governativi dopo l'intervento concertato delle banche centrali ed il forte taglio dei tassi da parte della Fed. Dal punto di vista dei mercati il calo dei tassi non è al momento sufficiente a compensare il rallentamento in atto e la Fed è percepita in ritardo. Per il resto il contesto generale fuori dagli Stati Uniti vede una fase di rallentamento economico evidente in Giappone ed in fase iniziale in zona euro. Tiene per il

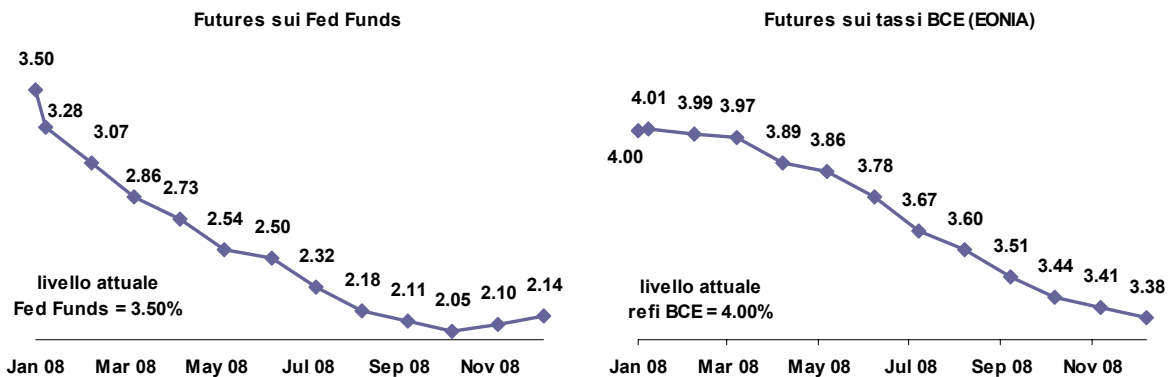
momento bene la crescita nei paesi emergenti, ma la fase di accelerazione è terminata. Il rialzo del prezzo del petrolio, che spinge l'inflazione, fino ad ora ha complicato il lavoro delle banche centrali, ma sta passando in secondo piano rispetto ai rischi di crescita.

Politica monetaria

La Fed ha tagliato i tassi di 75pb a sorpresa il 22 gennaio (dal 4.25% al 3.5%), in una decisione inter-meeting. La mossa è positiva nella sostanza, ma discutibile nella forma, perché rafforza l'idea di una banca centrale in affanno. Ulteriori ribassi dei tassi sono probabili nei prossimi mesi con obiettivo 3.0%. In caso di recessione però i tassi scenderebbero ben sotto il 3%.

La BCE ha mantenuto finora un atteggiamento severo sui tassi, ma inizia a prendere atto dei rischi di crescita che dagli USA si stanno spostando nella zona euro. Le probabilità di una fase di ribasso dei tassi nel 2008 sono superiori a quanto la BCE non sia disposta ad ammettere allo stato attuale. I tassi dovrebbero rimanere fermi al 4% nel primo trimestre, ma potrebbero scendere al 3.5% nei mesi centrali dell'anno.

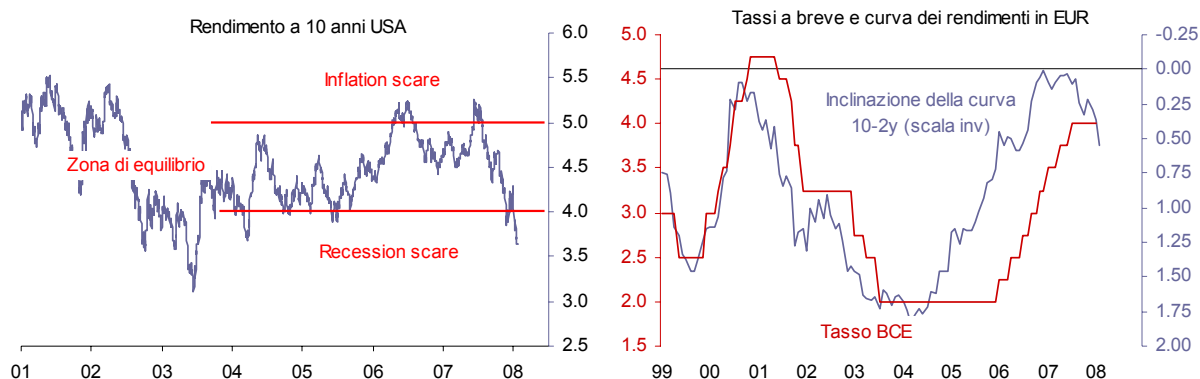
Per la Banca del Giappone si profila una prolungata pausa nella manovra di normalizzazione delle condizioni monetarie. I dati macro stanno segnalando crescita in rallentamento e non vi sono gli spazi per un rialzo dei tassi (ora allo 0.50%).



Mercati obbligazionari

Ai livelli attuali la curva dei rendimenti USA (2 anni al 2.15% e 10 anni al 3.55%) è prossima a scontare una recessione USA (si veda il grafico sotto). Il fatto che la curva sia inclinata positivamente indica che il mercato pensa ad una recessione che si risolve nella seconda metà del 2008 (V shape). A questo punto esisterebbe valore nei titoli USA solo se si è disposti a scommettere su uno scenario (poco probabile) di recessione prolungata (L shape) o di deflazione. Nel complesso agli attuali livelli i titoli obbligazionari USA non presentano quindi particolare valore e meritano, al massimo, un giudizio neutrale.

Viene invece espresso un giudizio di moderata positività sui titoli governativi EURO. I rendimenti della zona euro presentano infatti valore in uno scenario di rallentamento economico e non scontano appieno una fase di ribasso dei tassi BCE. La curva euro potrebbe irripidirsi ulteriormente: il sovrappeso va concertato sulle scadenze brevi/medie. Giudizio positivo anche sui titoli UK favoriti da un forte rallentamento economico e dalle prospettive di ulteriori ribassi dei tassi da parte della banca centrale.



Obbligazioni corporate e dei mercati emergenti

I livelli raggiunti dagli spread corporate iniziano ad apparire interessanti, ma i titoli sono ancora esposti al rischio di notizie aziendali negative. Appare opportuno confermare un giudizio complessivo di neutralità, pur evidenziando che esistono opportunità di investimento interessanti sulle scadenze brevi/medie (2/3 anni) del comparto Investment Grade della zona euro. Si conferma la neutralità sui titoli dei paesi emergenti: i fondamentali di questi paesi si mantengono solidi dal punto di vista strutturale e ciclico, ma gli spread rimangono a livelli piuttosto compressi e non giustificano un posizionamento di sovrappeso.



Mercati azionari

Pur essendo interessanti dal punto di vista valutativo, i mercati azionari sono guidati in questo momento dal flusso di notizie negative dal punto di vista micro e macro. E' poco probabile che lo scenario ritorni di supporto nel futuro immediato, ma il movimento al ribasso appare già molto tirato: il sentiment è a livelli di pessimismo estremo ed i mercati sono in una posizione di forte ipervenduto. Inoltre il violento ribasso degli ultimi giorni ha portato il premio al rischio sulle azioni a livelli mai registrati negli ultimi 20 anni. I prezzi attuali scontano uno scenario di crescita degli utili già molto conservativo. Da questi livelli di valutazione è improbabile che si riproponga uno scenario stile 2001-2002, più probabilmente siamo davanti ad un bear market stile 1990 - 1991: una violenta fase di ribasso, seguita da un periodo di stabilizzazione ed un rapido recupero. In un tale scenario il giudizio più appropriato sulle azioni è di neutralità e non di sottopeso, perchè i minimi potrebbero non essere lontani.

A fronte di un giudizio complessivamente neutrale sulle azioni, si considera opportuno un posizionamento carattere difensivo dal punto di vista settoriale. Vengono quindi mantenuti in sottopeso i settori Materials, Industrials e Consumer Discretionary, tutti a rischio in un contesto di rallentamento economico. E' invece positivo il giudizio sui settori Healthcare ed Utilities, settori tipicamente difensivi. Si mantiene anche un giudizio positivo sul settore Tecnologia che, nonostante le incertezze dal punto di vista ciclico, risulta favorito dal ciclo lungo di investimenti sia nei paesi sviluppati che nei paesi emergenti e da valutazioni attraenti.

