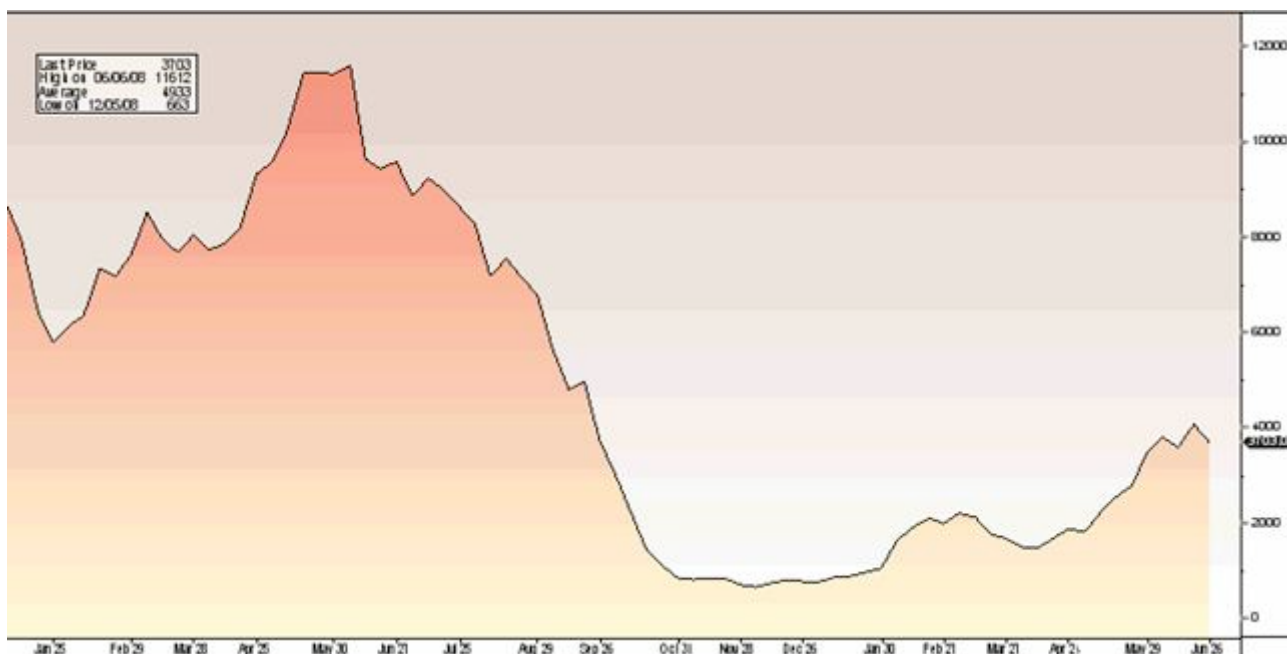


La dinamica del mese di Giugno si è rivelata poco direzionale. Terminata la fase di violento re-pricing degli asset più a rischio, il mercato si è trovato di fronte ad un bivio e per il momento ha preferito non scegliere.

A Giugno i mercati hanno dato vita ad un andamento laterale con moderata tendenza rialzista fino al 10/12 del mese, dopo di che i venditori hanno dominato la scena, ne è risultato un andamento di distribuzione, con un'intonazione laterale – ribassista ed un finale del mese positivo, una volta salutate le scadenze tecniche.

Il mercato americano ha generato un passivo modesto, mentre più intensa è stata la caduta dell'indice delle blue chips europee e in particolare del mercato italiano, il cui passivo è arrivato a sfiorare nel corso del mese i dieci punti percentuali.

Oscillazioni poco chiare anche sul Baltic Dry Index, che si è mosso nel range tra 4291 e 3452 punti, per poi recuperare ed assestarsi a metà dello spazio di oscillazione mensile. Anche da questo chart emerge un'esigenza di consolidamento o distribuzione dopo la violenta fase di rialzo di Aprile e Maggio ed il raggiungimento del top di inizio Giugno appena citato.



IL RECUPERO DAL PUNTO DI VISTA MACRO

Abbiamo più volte analizzato la fase di ripresa dei mercati azionari dal punto di vista della dinamica di indici, settori e soprattutto evidenziando come ad ogni fase sia corrisposto un differente stile di investimento, generando una rotazione che ha coinvolto così gradualmente tutto il listino. Vediamo di descrivere

ora questo recupero dal punto di vista macro: si è trattato di un recupero rapido e intenso, guidato da tre fattori in particolare, un adattamento particolarmente incisivo del ciclo delle scorte, con aggiustamenti rapidi e profondi, la stabilizzazione del sistema finanziario (CDS bancari in calo, equity risk premium in discesa, nuove emissioni bancarie senza garanzia governativa), l'intervento massiccio della politica attraverso misure non-convenzionali, utilizzando la leva fiscale e dei tassi.

Dove l'azione è stata più decisa l'effetto sui dati macro è stato più incisivo, stiamo parlando di Cina, Brasile, Corea, in parte USA e Regno Unito, certo non dell'area-Euro. Il quantitative easing americano ha colpito nel segno, troncando le aspettative di caduta in depressione o nella migliore delle ipotesi di un perdurare a oltranza della recessione e ha addirittura stimolato un dibattito sul ritorno dell'inflazione quando in realtà il pericolo più attuale è ancora la deflazione.

Tutti i fattori elencati hanno un effetto di breve durata, parlando del ciclo delle scorte è chiaro che non appena la produzione si sarà adattata ai livelli richiesti dalla nuova domanda, i nuovi dati che verranno pubblicati non garantiranno ai mercati il momentum di breve a cui siamo abituati ora.

Inoltre è perfettamente normale che a fronte di tutte le misure intraprese si ponga presto un problema di "normalizzazione", la cosiddetta "re-entry policy" sarà il tema dominante, è fuori di dubbio che il primo perno di questa azione sarà il ritorno ad un regime fiscale restrittivo. Inoltre il nuovo rapporto debito / PIL creerà pressioni sui tassi di lungo termine.

LE PROSPETTIVE: IL PIL PROSSIMO VENTURO

Le prospettive per il PIL sono di una moderata positività per gli Stati Uniti e di una leggera contrazione per l'area - Euro nel 2010. Questo trova giustificazione prima di tutto nella natura transitoria delle misure adottate per rispondere all'emergenza e nel deleveraging adottato dal sistema finanziario, che renderà le istituzioni bancarie scarsamente dinamiche, tanto che nel momento in cui arriverà la ripresa sarà difficile che possano supportare prontamente un nuovo ciclo di investimenti.

Inoltre, le aziende soffrono ancora per la difficoltà ad ottenere il credito e per la riduzione dei cash flow, la politica fiscale sarà più restrittiva e infine le nazioni più export-oriented non hanno fatto abbastanza per creare domanda interna, puntando tutto sull'esportazione (Germania su tutte).

EQUITY: UNDERINVESTMENT E REPRICING

Detto dello scenario di fondo, analizziamo i mercati scendendo nel breve. Il panorama degli investimenti vede ancora una sotto-esposizione all'Equity da parte dei money manager su scala globale, chi ha perso il primo rally di marzo-maggio deve ancora decidere se rientrare o meno e la dinamica di Giugno ha fornito una nuova opportunità per ri-posizionarsi in vista dell'Estate.

Certo, un mercato così poco tonico e direzionale non ha contribuito a generare l'entusiasmo necessario per far rientrare al rialzo chi finora ha privilegiato classi di investimento a basso rischio e scelto titoli difensivi.

La seconda metà del mese ha visto prese di profitto alternate a timidi tentativi di ripresa, i mercati hanno messo alla prova coloro i quali hanno comprato bene tra marzo e aprile nella convinzione di aver trovato minimi di lungo termine: prendere profitto o rimanere ancorati alle posizioni, consci di aver colto un possibile bottom di lungo termine?

Siamo convinti del fatto che uno strappo a cavallo tra fine Giugno e inizio Luglio potrebbe portare i mercati azionari ai valori pre-crisi Lehman. Si tratterà di un movimento di impulso, non necessariamente duraturo in termini di tempo, ma legato ad un'esigenza di re-pricing e strettamente correlato ad un progressivo miglioramento della situazione macro.

Infatti l'asset class azionaria, a differenza di Corporate e Government, è l'unica a non aver effettuato un completo re-pricing sui livelli toccati prima del default di Lehman Brothers, i rendimenti dei governativi sono quasi tornati al livello - target, i corporate sono usciti dallo scenario di depressione che scontavano a Marzo, quando gli spread raggiunsero livelli toccati in precedenza soltanto nel 1934, rimane invece un 10/15% di spazio potenziale ancora tutto da esplorare sugli indici azionari, che al momento scontano soltanto un'ipotesi di recessione e non un vero e proprio recupero.

Il livello cruciale da monitorare è 900 di S&P500 Index, il suo mantenimento è la conditio sine qua non per assistere ad una ulteriore gamba di rialzo. Una volta avvicinati o raggiunti gli obiettivi definiti qui sopra potrebbero riaffacciarsi nervosismo e tensioni e l'annoso tema della mancanza di una nuova leadership in prospettiva potrebbe tornare ad essere pressante.

I DATI MACRO SUPPORTERANNO LE REFLATION TRADES?

Naturalmente tutto questo si fonda sulla persistenza di un flusso di notizie positive sul fronte macro, qualora invece il mercato dovesse rendersi conto che lo scenario recessivo è invece il migliore possibile e le sirene di un recupero rimarranno vane, ci dovremo aspettare un'estate profondamente negativa, con un contro-movimento ribassista di notevole entità.

La fondatezza delle "reflation trades" è legata al fatto che l'enorme quantità di denaro riversatasi sul mercato generi una risposta duratura da parte dell'economia reale.

Se alla prima parziale reazione e ai green shot di queste settimane non si affiancheranno con tempestività segnali ulteriori di ripresa endogena, i mercati nel migliore dei casi avranno come obiettivo per questa fase il ritorno ai livelli pre-Lehman indicati, per poi però tornare in area laterale / ribassista con poca direzionalità e mancanza di visibilità sulle prospettive future.

Nel caso venissero meno i segnali confortanti attesi, torneranno sulla scena i venditori, con vigore ancora maggiore rispetto a quanto visto nelle sedute negative di Giugno.

I CONSUMI E LA FINANZA OSTACOLI DELLA RIPRESA

E' difficile ipotizzare fin d'ora un movimento rialzista duraturo e un crescente ottimismo che supportino la reflation trade in un'ottica estesa e senza esitazioni. Questo in primo luogo a causa del calo dei consumi e dell'aumento costante della quota destinata al risparmio negli Stati Uniti. Giova ricordare che il

75% circa della produzione americana è legata alla spesa per consumi e una fase di disoccupazione crescente e risparmio in salita non può far altro che danneggiare ulteriormente i consumi.

Va detto che il dato di Maggio (savings rate al 6,9%, valore più alto dal 1993) contiene una rilevante quota una-tantum di natura previdenziale, il cui controvalore tornerà a disposizione dei consumatori nei mesi a venire e avrà impatto sui dati generando un potenziale momentum positivo da Luglio in poi.

Stiamo forse vivendo una svolta epocale nelle abitudini dei consumatori, i quali a fronte di un crescente deleveraging modificheranno le proprie abitudini in modo sempre più radicato e duraturo.

Il circolo vizioso che si presenta è di difficile soluzione, perché in questo caso l'unico combustibile che possa alimentare i consumi è l'aumento del trend di crescita dei redditi, fattore a sua volta strettamente correlato alla crescita del PIL: insomma, un percorso circolare, in cui tutte le variabili sono interconnesse.

Qualora lo stimolo ed i tassi bassi riuscissero a stabilizzare l'economia, cominceremo via via ad assistere a rilevazioni sui consumi positive q-o-q.

Intanto le proiezioni sulla crescita dei redditi americani è sul 2-2,5%, certamente non un dato strabiliante, ma sufficiente a generare un minimo circolo virtuoso in caso di assestamento complessivo dell'economia.

Allo stesso tempo, una fonte di crescita del PIL e di conseguenza del reddito, arriverà come sempre dalle esportazioni, le quali richiedono però una valuta debole, pertanto a questo scopo non saranno positivi eventuali rafforzamenti sul mercato valutario.

ANCORA QUANTITATIVE EASING O RE-ENTRY POLICY?

Un altro ostacolo è rappresentato dal cattivo funzionamento del sistema finanziario e bancario, i valori del moltiplicatore monetario (M2/monetary base) sono ancora in calo, l'attività di finanziamento e concessione prestiti è sempre debole, i costi di finanziamento, per quanto in caduta, rimangono ancora troppo elevati.

E' difficile capire cosa possa accadere in questo caso, i casi di Corea e Giappone ci insegnano che non esiste un pattern di recupero chiaro a partire da questi presupposti, anzi nel primo caso i valori di moltiplicatore della moneta hanno continuato a scendere, nel secondo invece i valori sono rimasti piatti per diverso tempo ("slow burn pattern") nel più classico degli scenari di debt deflation.

Se in passato tutte le crisi hanno portato ad una svalutazione e ad un successivo recupero guidato dal revival delle esportazioni, sfruttando la debolezza della valuta, in questo caso specifico la situazione è più confusa, perché la crisi oltre che essere globale coinvolge anche monete - riserva, nessuna delle economie più avanzate può pertanto generare un meccanismo di violenta svalutazione, l'unica strada percorribile è un quantitative easing ancora più intenso di quanto visto in precedenza.

Gli spazi in questo senso esistono, non dimentichiamo che il bilancio della FED è ancora nettamente al di sotto dei picchi di Dicembre 2008, per non parlare dell'area Euro, dove si comincia a parlare con fin troppo anticipo di rientro im-

mediato dagli eccessi attraverso una politica fiscale molto più restrittiva, senza aspettare che l'economia dia effettivi segnali di rafforzamento strutturale, generando una continuità di dati e segnali positivi.

Anticipare il rientro può seriamente soffocare il revival globale e produrre nuova instabilità in un contesto che ancora risente dello shock del credit crunch.

Ecco che dunque, in particolare in Europa, la minaccia più grande è costituita dalla cattiva politica economica e da una scarsa comprensione delle reali necessità dell'economia. Gli investitori dovranno monitorare con attenzione le intenzioni delle Banche Centrali e trarre conseguenze operative da una loro scarsa lucidità nell'interpretazione dei fenomeni: ecco un ritorno - seppure sui generis - all'asset allocation su scala geografica, secondo il principio per cui è meglio fuggire dalla scarsa capacità di lettura e azione.

L'INFLAZIONE

L'intensa attività di quantitative easing ha messo alla ribalta un nuovo tema: il ritorno dell'inflazione. A nostro avviso è presto per parlare di inflazione finché il problema più pressante rimane il rischio - deflazione: la crescita delle masse monetarie è in calo, i valori di M2 in America sono in crescita anno su anno, ma visti in ottica trimestrale evidenziano una situazione di stallo, in Europa assistiamo ad una forte discesa dell'M3, le misure non convenzionali adottate hanno frenato la discesa di questi valori ma non l'hanno fermata.

Per non parlare dell'oro, importante indicatore di eccesso di creazione di moneta, i cui picchi sono ancora lontani nei grafici elaborati rettificando con le tre valute di riferimento.

Contribuisce a ridurre il rischio inflattivo la formazione di vuoti consistenti in termini di capacity utilization, (si è passati dal 79% di fine 2007 al 66% delle ultime rilevazioni), i quali esercitano una notevole pressione ribassista sui prezzi. Non dimentichiamo poi la crescita della disoccupazione, fattore che genera aspettative di crescita incerta e scoraggia provvedimenti restrittivi in materia di politica monetaria da parte delle banche centrali.

Una discesa dell'inflazione core potrebbe portare la Taylor rule a suggerire tassi intorno al -4%, pertanto tassi vicini a zero sarebbero già di loro virtualmente restrittivi.

E' fondamentale che non si anticipi troppo una politica restrittiva, perché in caso di rialzi prematuri e di rinnovata negatività dell'economia, il quadro potrebbe comprometersi in modo irrimediabile.

Ultimo fattore, certamente non meno rilevante degli altri in quanto inerente alla sfera psicologica, il fatto che la FED ha pubblicamente smentito un'ipotesi di immediato rialzo dei tassi, qualora facesse il contrario gli investitori vedrebbero svanire un importante punto di riferimento, una bussola fondamentale in uno scenario ancora così confuso: la FED non può permettersi una perdita di credibilità.

I POSSIBILI SCENARI ALTERNATIVI

Abbiamo analizzato e descritto nei dettagli lo scenario macro più probabile, caratterizzato da un'economia non ancora pronta ad un immediato recupero, ma che quanto meno sembra aver lasciato alle spalle il momento peggiore.

Uno scenario ulteriormente ottimista può risultare da una continua crescita nei valori di tutti quegli indicatori che hanno la comprovata capacità di generare momentum positivo sui mercati quotati e dall'effetto combinato di tutti i catalizzatori positivi messi in campo in questi mesi, stimoli, taglio dei tassi rapido e continuo, utilizzo intenso della leva fiscale, quantitative easing sui bond.

Qualora tutti i mezzi utilizzati dovessero convergere, la crescita del PIL potrebbe riprendere a partire dal secondo trimestre e già da metà 2010 si potrà tornare a parlare di crescita.

Questo eviterà la formazione di eccessivi buchi tra domanda e produzione, la disoccupazione comincerà a scendere, così come l'inflazione core nel 2010, per poi gradualmente riguadagnare momentum nel 2011.

Detto dell'ipotesi positiva (alla quale assegnamo però una probabilità non elevata), passiamo ora ad analizzare le possibili eventualità negative.

Lo scenario prevede un nuovo bottom da parte dell'economia dopo la crisi di fine 2008, con un ritorno alla crescita del Prodotto Interno Lordo a partire dal 2011, con una contrazione del PIL dapprima graduale e lenta e più violenta nel 2010. Questa ipotesi si fonda sull'idea che si possa formare un circolo vizioso tra disoccupazione, domanda, deflazione sul mercato immobiliare e poi su tutto il resto e di conseguenza un feedback negativo sul mondo finanziario, ancora una volta.

Questo provocherebbe una ulteriore stretta del credito, una nuova crisi di fiducia nel sistema e nel futuro e bloccherebbe qualsiasi slancio verso gli investimenti. A sua volta tutto ciò provocherà un ulteriore gap tra domanda e produzione, una crescita della disoccupazione oltre la soglia psicologica del 10%, con un'ulteriore spinta ribassistica sui prezzi, materie prime incluse.

Infine, lo scenario più negativo e per la verità al momento meno probabile, la cosiddetta stagflazione, ipotesi caratterizzata da crescita dell'inflazione e PIL in contrazione, con una crescita immediata delle aspettative inflazionistiche legate alla politica economica non-convenzionale messa in atto finora e ai tassi prossimi allo zero. Riteniamo che questa sia l'ipotesi meno probabile.