

Economy & Market

Ist Quarterly 2007 Outlook



"gutta cavat lapidem"

A.M.U. *investments*

2007

“CARPE DIEM, QUAM MINIMUM CREDULA POSTERO” (ORAZIO)

“Cogli l'oggi, confidando il meno possibile nel domani”

Ancora una volta, e complessivamente, il 2006 ha consolidato le tendenze degli ultimi anni. La crescita globale ha continuato ad espandersi grazie all'apporto significativo di paesi che sperimentano una esplosiva dinamica di sviluppo. Processi di industrializzazione, urbanizzazione, commercio, stanno interessando tanto il loro mercato interno, quanto di riflesso quello internazionale, corroborando con la loro “influenza” ogni dove. Si tratta, comunque, di processi man mano più maturi, solo recentemente saliti alla ribalta dei media, assunto che la loro influenza comincia a creare frizioni e ad incalzare lo status quo degli storici leader.

A beneficio dei nuovi lettori diciamo – preventivamente e sinteticamente – che le ottime performance, economiche e finanziarie del 2006 non ci stupiscono. Nulla di nuovo, oppure di assolutamente positivo è infatti accaduto. Tutto potrebbe essere facilmente interpretato e spiegato, quale naturale evoluzione di un processo multiplo in atto già da lungo tempo.

What's Hot - and Not How different investments did in 2006.

INVESTMENT	PERFORMANCE	
	Last year	4th-qtr
REIT stocks	35.4%	9.5%
Emerging-markets stocks	29.2	17.3
Gold	22.8	6.1
Global stocks	18.5	8.6
European stocks	17.8	7.0
Russell 2000 (small stocks)	17.0	8.6
Dow Jones Industrial Average	16.3	6.7
S&P 500-stock index	13.6	6.2
U.S. corporate junk bonds	11.6	4.1
Emerging-markets bonds	10.5	4.1
Nasdaq Composite Index	9.5	6.9
U.S. investment-grade bonds	4.4	1.4
U.S. Treasurys	3.1	0.7
Crude oil	0.02	-3.0
Commodity futures	-2.7%	4.1
U.S. dollar, trade weighted	-3.7	-0.8

Notes on data: European stocks: Dow Jones Stoxx Index; emerging-markets-stocks: MSCI price index for free markets; corporate-bond prices: Merrill Lynch Global Bond Indexes; U.S. dollar and U.S. Treasurys: J.P. Morgan; REIT stocks: Dow Jones Equity REIT Total Return Index; emerging-markets bonds: J.P. Morgan EMBI-plus price index, in U.S.-dollar terms; commodity futures: Dow Jones-AIG Commodity Index; global stocks: Dow Jones World Stock Index

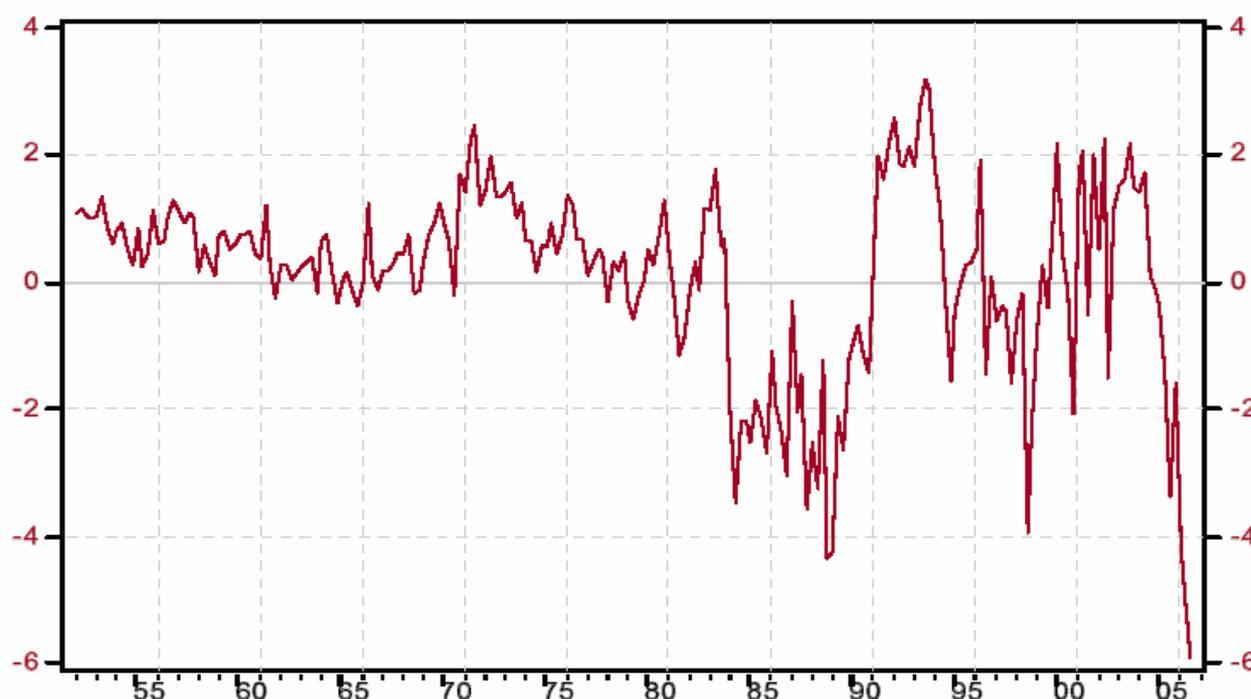
Sources: WSJ Market Data Group; Dow Jones Indexes; Reuters; Merrill Lynch

In ordine di importanza evidenziamo i principali fattori che nel 2006 hanno supportato favorevolmente questo scenario in evoluzione:

1. il costo del denaro storicamente basso
2. la disponibilità di credito storicamente elevata
3. la modesta emissione azionaria
4. la crescita degli utili aziendali
5. l'inflazione storicamente bassa o moderata
6. il prezzo delle materie prime in assestamento (da massimi storici)
7. il prezzo del petrolio in assestamento (da massimi storici)
8. il calo della disoccupazione
9. la crescita economica mondiale ai massimi dal 1945 (su scala quinquennale)
10. le condizioni geopolitiche stazionarie
11. le condizioni climatiche storicamente favorevoli (dal 1860)
12. l'assenza di rilevanti catastrofi naturali o pandemie

Net Issuance of Corporate Equities / Disp. Personal Income

%



L'andamento delle nuove emissioni azionarie in rapporto ai redditi personali

Complessivamente quindi constatiamo quanto questi fattori abbiano contribuito a generare una graduale crescita di confidenza, sia a livello aziendale che privato. Notiamo altresì che spesso si sia trattato di elementi alquanto “straordinari” (“storicamente”), e questo quando messo in relazione e confronto a serie storiche moderne o recenti.

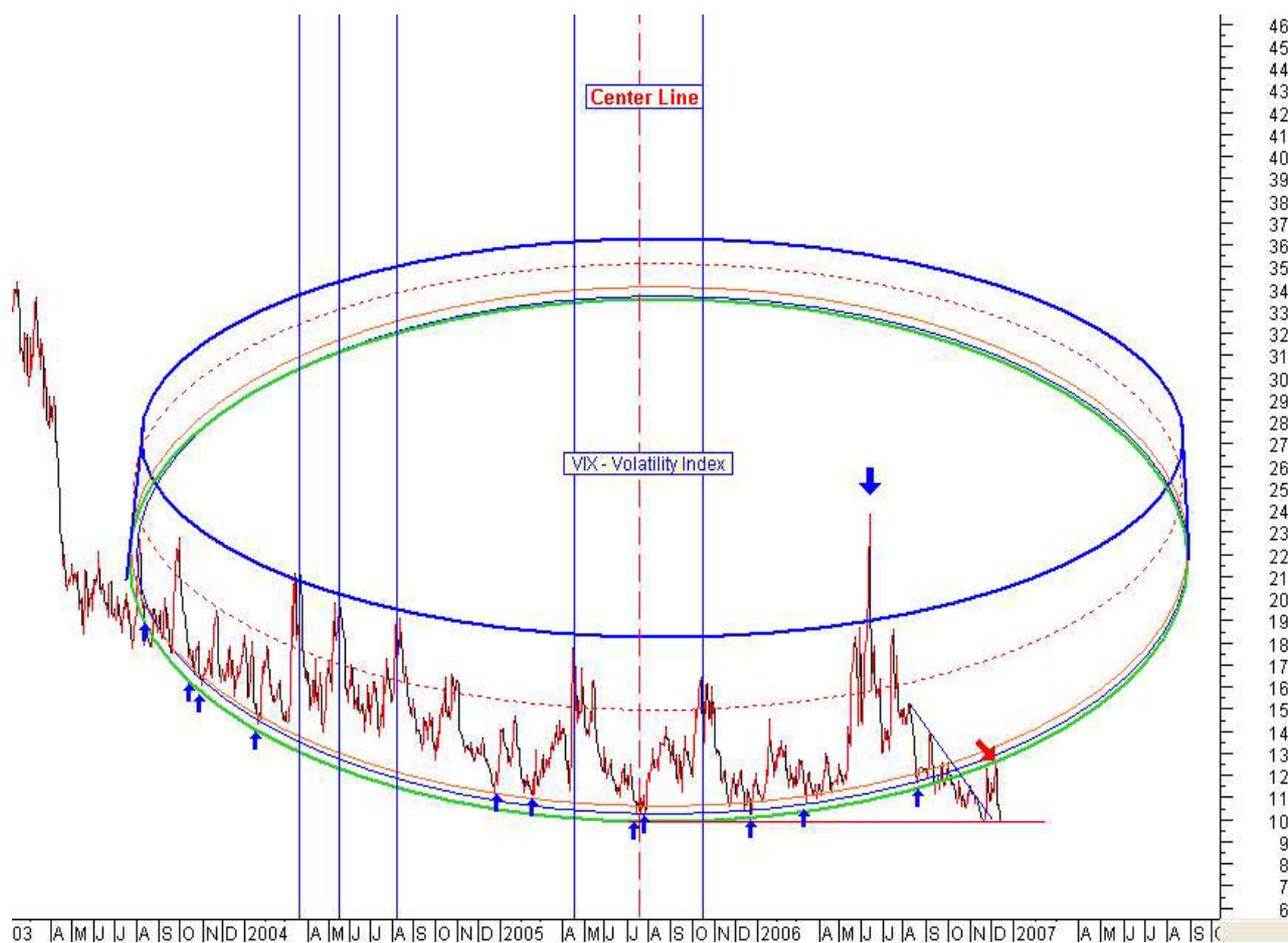
Sul piano delle “corporate” - evidentemente – si è continuato a beneficiare di quel processo virtuoso derivante dalle ristrutturazioni di processo e di risorse, acceleratosi dopo l’ultima recessione di inizio secolo. Sull’altro piano, quello privato (lato dei consumatori, investitori, percettori di reddito, ecc.), si è tratto vantaggio dalla dinamica occupazionale, dalla disponibilità di credito e particolarmente, del rientro dei prezzi petroliferi, fattore che tanta influenza ha per i connessi risvolti positivi sulla dinamica dei prezzi (in generale) e dei consumi.

Dall’interazione virtuosa di queste dinamiche ha ovviamente beneficiato anche il settore statale, soggetto tendenzialmente e strutturalmente caratterizzato da squilibri e/o deficit di bilancio, e che nel 2006 ha cominciato a beneficiare maggiormente degli attuali tassi di crescita e del connesso maggior gettito fiscale.

Ma, il 2006 è anche un anno concluso con i mercati azionari principali ai massimi da oltre 6 anni o storici.

I listini dei Paesi cosiddetti “emergenti”, hanno addirittura duplicato valore o sovra-performato.

Questa favorevole (o eccezionale) evoluzione non ha avuto inizio nel 2006, ma deriva invece da un processo di generale ripresa delle quotazioni avente origine tra la fine del 2002 e l’inizio del 2003, a seconda delle relative aree geografiche di osservazione. Tale rilancio si contrappone alla severa contrazione che era viceversa derivata dagli eccessi del 2000. E’ altrettanto importante notare che – il 2006 - si sia concluso in rialzo dopo che negli ultimi 4 anni non si erano misurate significative battute d’arresto (discese dei listini principali eccedenti la quota del 10-15%), e questo per l’assenza di vere e proprie fasi di euforia (eccessi emotivi), così come per l’enorme disponibilità di capitali e credito alla costante ricerca di rendimento.



* Grafico della volatilità azionaria (S&P 500)

Ora, fotografare mercati azionari ai massimi pluriennali significa poter (praticamente e inequivocabilmente) misurare un altrettanto “alto” grado di ottimismo e confidenza degli investitori, uno status non del tutto rispecchiato nel cosiddetto “comune sentire”. I media, così come molti osservatori ed esperti macro economici, appaiono più cauti, incerti o negativi. Molti, per tutto l’anno trascorso, hanno evocato rischi connessi all’elevato livello delle quotazioni. Ciononostante, i mercati hanno continuato ad evolversi favorevolmente, senza eccessi, temperando l’ottimismo dei gestori, e il pessimismo degli **economisti**, in un ideale braccio di ferro che ha schiacciato ai minimi storici la volatilità azionaria (* indicatore che tradizionalmente si evolve al rialzo in condizione di ribasso delle quotazioni).

Questi ultimi temono esistano eccessi di fiducia e ottimismo, entrambi più o meno ingiustificati. A livello più generale **temono** che l’**Asia** e alcuni paesi emergenti siano in una fase di insostenibile **surriscaldamento**. Si temono le montanti **tendenze anti-globali**, nazionalistiche e/o protezionistiche. Si teme che l’eccessivo rialzo dei **prezzi immobiliari** ingolfi il mercato, al punto da generare un forte rallentamento dell’attività economica. Si teme che la sopita **dinamica dei prezzi** spinga alla fine per far sottovalutare gli effetti retrogradi di un durevole rialzo delle materie prime, così come di una maggior distribuzione dei redditi da lavoro e produzione. A livello più particolare invece, si teme che l’Europa possa pagare per un immaturo processo di ammodernamento e/o apertura, così come per gli effetti eventualmente derivanti da un **eccessivo rafforzamento dell’Euro**, in presenza di un rigido atteggiamento monetarista e dirigista della BCE, e viceversa in assenza di una già adeguata flessibilità alle sfide su scala globale. Relativamente

all'**economia statunitense**, preoccupa fortemente lo **squilibrio dei conti pubblici**, la oramai conclamata **dinamica recessiva immobiliare**, la **dipendenza energetica e creditizia estera**. In **Giappone** preoccupa la ancora modesta e **tardiva ripresa dei consumi interni**.

Così dopo un "ottimo" 2006, nel 2007 questo ottimismo dovrà essere messo ancora alla prova, ovvero dovrà fare i conti – come misurato negli ultimi anni - con divergenti tendenze economiche.

Fulcro prevedibile delle distonie globali gli USA, plausibile (principale?) focolaio di incertezze e pericolo:

1. crescenti squilibri commerciali
2. tendenze protezionistiche
3. elevato indebitamento pubblico e privato
4. tasso di risparmio ai minimi dal 1930
5. rischio inflazionistico
6. scoppio della bolla immobiliare
7. crescente insicurezza sociale
8. emergenza energetica
9. politica estera e questione Medio – Orientale
10. rischio terroristico

USA OUTLOOK

Dinamiche macro economiche, speculative e d'investimento

Le dinamiche macro economiche – da anni – si sono fatte sempre più interconnesse e globali. Tuttavia, il peso specifico degli Stati Uniti nell'interscambio commerciale, nel mercato finanziario, nello scenario tecnologico, e naturalmente in quello politico-militare, fanno sì che complessivamente dagli USA poi derivino influenze capaci di influenzare significativamente ogni blocco continentale, simmetricamente.

Gli Stati Uniti vivono attualmente un delicato passaggio storico, sia sul piano politico-sociale che economico. Il quadro politico è dominato da una parte dalla sfiducia nella politica di Bush, dall'altra dalla prospettiva delle prossime elezioni nel 2008.

Cominciamo con l'osservare che nel 2006 la guida (cruciale) della banca centrale (FED) ha cambiato testimone. Il nuovo governatore **Bernanke** ha per alcuni mesi animato il dibattito tra coloro che ne stimavano l'esperienza di studioso ed economista (tra i più raffinati e apprezzati), e chi invece - nostalgicamente - evocava l'approccio collaudato del predecessore Greenspan. Con il passare dei mesi tuttavia, il nuovo banchiere sembrerebbe aver conquistato la scena a pieno titolo.

Nel 2006 la **FED** ha - dapprima - continuato il processo di normalizzazione dei tassi, innalzando i saggi di un punto percentuale (al 5,25%), così intendendo stabilizzarli verso l'alto in attesa di verificarne l'effetto. E' opportuno ricordare che si tratti di una stretta monetaria tra le più rilevanti e significative (+ 425%): **dall'1% del giugno 2004 (minimo sin dal 1950), al 5,25%**.

In questi medesimi frangenti, l'economia statunitense ha continuato gradualmente ad espandersi, mentre i **rendimenti obbligazionari** hanno assunto una inclinazione man mano più invertita (rendimenti **a breve più elevati che a lungo termine**), segnalando complessivamente l'attesa per un potenziale calo dell'attività economica futura, ma con una aspettativa inflazionistica a breve e medio termine. In tale conformazione (della **curva dei rendimenti**) si scorge l'attesa di un mercato che proiettando le attese future sulla quotazione dei titoli a tasso fisso, stima il livello elevato dei tassi a breve termine sufficientemente alto da contenere le attese inflazionistiche di lungo periodo: in sintesi rendimenti a lungo periodo si riducono, mentre i rendimenti a breve periodo salgono in quanto influenzati dal livello alto dei tassi a breve mossi dalla banca centrale.

Ma una curva dei rendimenti invertita alimenta altre interpretazioni particolarmente rilevanti. Questa "**conformazione**" venuta a formarsi - alla fine del 2005 - potrebbe sottintendere a una attesa di un forte rallentamento (**hard-landing**), o di una recessione, una stima che invece la FED, sin dal suo verificarsi, ha chiaramente dichiarato di escludere nel breve e medio termine (per 2 anni circa). Ora, visto che l'inversione (ovvero il sorpasso dei rendimenti a breve termine su quelli a lungo termine) è intervenuta a cavallo tra il 2005 e 2006 (nel dicembre '05), sarebbe lecito credere che i dati in possesso della FED - in quei frangenti e a bocce ferme - siano sembrati atti ad **escludere una recessione almeno sino al 2008**.

Osservando l'evoluzione 2006 constatiamo però che, dopo una eccezionale crescita del **PIL** nel primo trimestre (+5,6%), probabilmente come effetto di recupero dello "stop" misurato nel quarto trimestre 2005 (a causa del drammatico uragano Katrina), progressivamente - nei due trimestri successivi - si è assistito a un repentino calo dell'attività economica (**2,6% e 2,2%**), una dinamica fortemente condizionata dalle **recessioni nel settore industriale/automobilistico e in quello immobiliare**, questo ultimo dopo anni di forte surriscaldamento e, per questo, uno dei principali driver economici.

Tali dinamiche statunitensi hanno coerentemente rafforzato le preoccupazioni degli economisti che sempre più diffusamente - già dalla primavera scorsa - hanno proclamato rischi crescenti di una recessione nazionale.

Dal canto nostro diciamo con chiarezza che tale visione appare attualmente corretta e condivisibile. Molti dei lettori sanno che - a far data dal 2006 - abbiamo posto l'accento, e richiamato l'attenzione degli investitori, sui crescenti rischi di rallentamento, una ipotesi collegata a fattori coincidenti di lungo periodo.

Nel 2006, a gennaio, abbiamo segnalato che **solo da un forte ribasso del petrolio*** (a quel tempo non previsto nel consensus) un tale esito sarebbe potuto risultare meno severo o ritardato, così come grazie all'influsso (favorevole e di lungo periodo) della globalizzazione commerciale, economica e finanziaria. Anche relativamente ai rischi inflazionistici crescenti, abbiamo detto che tale insidia si sarebbe temperata in caso di un calo del petrolio e materie prime.

Tuttavia, e sempre in relazione a tale contesto interpretativo, allora come oggi **si segnala che un calo drastico dei prezzi del petrolio** (in un contesto di forte domanda asiatica), sarebbe da interpretare quale esito di forte calo della domanda prospettica, ovvero conseguenza di una attesa di

forte rallentamento economico nel resto del globo (ex – Asia). In virtù di tale outlook, così come degli eventi poi effettivamente misurati (* che complessivamente avvalorano e confermano tali previsioni), **giudichiamo ancora come prevalenti i rischi di un forte rallentamento negli Stati Uniti, tendenza questa da ipotizzare trasferibile in altre aree geografiche (prevalentemente occidentali) salvo che - l'effetto congiunto di una politica monetaria e fiscale espansive, così come di una forte crescita globale - dimostrino capacità di prevenire, mitigare o compensare.**

- * *(Attualmente, le previsioni relative al 4° trimestre appaiono incerte e controverse, focalizzate su una attesa di crescita statunitense compresa tra l'1,6% e il 3,5%, a seconda del contributo del commercio nell'ultimo scorcio d'anno.)*

Fatti eccezionali che hanno aggiornato lo scenario di riferimento dilatando tempi o previsioni

Nel 2006, dopo la realizzazione di nuovi massimi azionari annuali, tra il primo e secondo trimestre, le preoccupazioni relative a una curva dei rendimenti invertita hanno indotto gli investitori a ridurre drasticamente l'esposizione azionaria, avviando l'ultimo assestamento delle quotazioni intervenuto.

Nei medesimi frangenti però, proprio per la prospettiva che una recessione statunitense finisse per influenzare anche l'evoluzione della crescita globale, si è innescata una **inversione delle quotazioni nel mercato delle materie prime**; la connessa negativa performance (derivata) ha messo in seria difficoltà le posizioni di **speculatori e hedge fund** che, proprio su questi mercati, così come sui listini "emergenti", avevano sino ad allora realizzato stellari performance. Ne è derivata una generalizzata **crescita della volatilità** (dopo anni di contrazione) e con essa una insospettabile avversione ai rischi diretti o collaterali a questi mercati.

I listini azionari mondiali – sotto il peso di liquidazioni obbligate degli hedge fund - hanno così avviato anch'essi un processo correttivo impetuoso, tuttavia ancora confinato in percentuali compatibili (ovvero a una sola cifra nei mercati più maturi, e a due cifre in quelli più "speculativi") con i canoni statistici delle semplici "correzioni" secondarie all'interno di trend primari rialzisti.

Nel marasma imprevisto, cioè nel mentre alcuni fondi ("hedge" ?) arrivavano a perdere miliardi di dollari al giorno, alimentando così in misura esponenziale le preoccupazioni degli investitori e delle autorità, in alcuni Paesi Emergenti si registravano fenomeni di panico di massa (con eccessi assoluti, sconfinati addirittura in suicidi), il **petrolio** si mostrava resistente, ovvero "teneva le posizioni", a tratti apparendo insensibile e imperturbabile. Agli osservatori più attenti queste circostanze sono sembrate un elemento segnaletico di fiducia, almeno se messo in relazione alle prospettive economiche globali, prospettiva che a tutt'oggi è sembrata ragionevole e corretta.

L'opinione di quei giorni è stata che – "se il petrolio tiene o addirittura sale, allora..... la domanda (?) che lo guida deve essere figlia di un ciclo espansivo ancora forte, e in evoluzione positiva" – dunque bisogna stare tranquilli e, "tenere la barra a dritta" verso una attesa di crescita economica elevata.

Ma, nonostante esistesse - in quei frangenti - un atteggiamento costruttivo, e mentre tra la fine di giugno e la prima parte di luglio i listini toccassero i loro minimi 2006 influenzati negativamente dai pericoli connessi all'escalation in Medio Oriente (Libano-Israele e Iran), proprio il petrolio intercettava i suoi nuovi record di sempre a 78,40 \$ sul contratto a termine più liquido e trattato.

Dopo anni di rialzo, con i rendimenti che puntavano verso l'alto pericolosamente, in estate i mercati azionari hanno rischiato una crisi di nervi, ovvero l'avvio di un fenomeno degenerativo totale.

- **Ma, proprio in tali drammatici frangenti - a sorpresa e in misura imprevedibile (vivevano stime macro-economiche e inflazionistiche catastrofiche, con target per il petrolio a 100\$ p.b.) - si è generata una reazione catartica portentosa, positiva su tutti i mercati mondiali, e dalla quale derivano gli esiti - sotto molti aspetti eccezionali - del 2006, così come il loro potenziale proseguo nel 2007.**

In particolare, a giocare favorevolmente sarebbe stata l'azione degli "operatori-speculatori" i quali, tenendo in debito conto la concreta prospettiva di un rallentamento economico (globale), avrebbero prima valutato, e poi individuato nei record petroliferi ("bellici") una tardiva occasione di "vendita", di uscita nell'eccesso ingiustificato e insostenibile dal quale ha poi avuto origine il vigoroso e inatteso trend ribassista sconfinato sino a 55\$ nel mese di novembre (-30%).

Questo esito, appunto impreveduto e imprevedibile, ha avuto importanti e nevralgiche implicazioni (pratiche e strategiche) su quanto poi venutosi a generare su tutti i mercati e/o classi di strumenti (fatta eccezione forse per l'oro di cui si parlerà più avanti). Le preoccupazioni per l'andamento macroeconomico statunitense, e globale che dir si voglia, hanno lasciato il posto ai presumibili favori che derivano dal ribasso dei prezzi petroliferi, un ribasso per altro mai sperimentato per intensità sin dall'avvio del suo originario rafforzamento nel 2001.

- Il ragionamento, **l'atteggiamento dei "mercati"**, sarebbe stato più o meno questo: se il rallentamento economico (con fulcro negli USA) sarà causato dall'effetto negativo sui consumi personali connesso al rallentamento immobiliare, una "bolletta" energetica eventualmente meno onerosa potrebbe compensare tale effetto, scongiurando la recessione; in conclusione, l'eventuale calo dell'attività economica sarà passeggero e ascrivibile a un semplice rallentamento (**soft-landing**), tendenza al contempo favorevole per risottomettere le crescenti dinamiche inflazionistiche, per il consenso largamente connesse al rialzo dei prezzi petroliferi.

In un tale nuovo contesto di riferimento (scenario), le scelte di portafoglio andavano quindi rapidamente rimodellate. Se **petrolio e materie prime andavano ridotte o eliminate** (venivano meno i presupposti speculativi e di hedging), **bond e borse tornavano nuovamente attraenti**, con le seconde da preferire in relazione alla prospettiva di una prossima inversione di politica monetaria (statunitense).

Sostegno ulteriore a tale tesi e a tale atteggiamento è poi derivato - durante l'estate - da coincidenti fattori tecnici, psicologici e stagionali, che hanno esacerbato sino all'inverosimile **l'azione di mercato e ricopertura**, cioè proiettando - come detto - gli indici azionari sino a nuovi record annuali o assoluti, non del tutto ascrivibili semplicemente all'intensità del ciclo economico.

Questa è la nostra personalissima interpretazione della cronaca di un **"2006" più volatile** (altra nostra ipotesi), semplificando a **doppia faccia**, un anno partito scoppiettante, evolutosi molto aggressivamente (al rialzo sino) alla primavera, sconfinato **nel panico in estate**, e poi proiettato - **nuovamente al rialzo** - senza soluzioni di continuità fino agli ultimi giorni di dicembre. A consuntivo un anno volatile, ma **ancora una volta "eccezionalmente" favorevole**, questa volta anche sui mercati statunitensi.

A questo punto, da una chiusura annuale sui massimi degli ultimi anni sembrerebbe potersi dire che gli investitori – anche per il 2007 – stiano scommettendo-proiettando analoga tendenza. Corretto, oppure no? Nessuno lo sa, o può dire di saperlo, neanche l'inesauribile ottimista "Wall Street". Certamente, alcune premesse interpretative appaiono favorevoli e rischiose, dunque promettenti.

Dal canto nostro però, coerentemente a quanto già detto e scritto in molteplici occasioni, un tale e incondizionato ottimismo appare in noi temperato, ovvero condizionato più da **fattori aleatori, di tipo tecnico e/o psicologico**, che non fondamentali, ovvero per questo elementi in grado da una parte di esaltare le tendenze di mercato favorevoli, come d'altro canto di implodere in una sola notte.

Man mano che questo "polverone" (tuttora intenso e impenetrabile) dovesse posarsi, riconciliando fondamentali ad aspettative, temiamo la questione "recessione" possa tornare cruciale, al centro delle questioni sul tappeto in attesa di esito.

- In particolare, **ci preoccupano eventuali eccessi d'ottimismo**, un comune sentire prevalentemente **legato a un processo di revisione al rialzo delle stime sugli utili aziendali** (nel frattempo divenute eccessivamente prudenti), oppure alla **sopravalutazione degli effetti antidepressivi di una politica monetaria attesa a breve più accomodante** (una ipotesi tutta da dimostrarsi come vedremo più avanti), oppure a **una sopravvalutazione del regresso inflazionistico** legato al ribasso dei prezzi di materie prime e petrolio; tutte valutazioni premature, o superficiali e speculative, **che potrebbero spingere le quotazioni su livelli insostenibili o ingiustificati**, magari a danno di altre classi d'investimento che - proprio da tali atteggiamenti - diventerebbero nuovamente attraenti (p.e. bond o oro), **minando le valutazioni prospettiche e la sostenibilità del trend rialzista partito tra il 2002 e il 2003.**

Chi ci leggesse con assiduità saprebbe che abbiamo un approccio interpretativo ciclico e composito; saprebbe che - dal 2003 alla fine del 2005 - abbiamo giudicato come eccessive e ingiustificate le generalizzate cautele di molti investitori e colleghi; ma, al contempo, saprebbe anche che **dal 2006 abbiamo mutato atteggiamento, condizionando le ipotesi prospettiche a una più puntuale analisi dei dati di breve termine, un monitoraggio stretto e funzionale all'esigenza di una maggiore prudenza preventiva, in una condizione di fiducia condizionata.**

L'evoluzione positiva del 2006, negli Usa, non sembra del tutto giustificata, almeno alla luce delle attuali evidenze macro-economiche. Vediamo perché.

- Si registra un costante rallentamento del PIL, trimestre dopo trimestre
- Il settore manifatturiero appare in contrazione (indotto automobilistico e immobiliare)
- Il settore e il mercato immobiliare appaiono ingolfati a causa dello stock di invenduto, mentre i prezzi sono ben lontani dall'aver già mostrato livelli significativi di rettifica (ancora in rialzo Y/Y)
- Cresce il numero di società specializzate nell'erogazione di finanziamenti immobiliari che cessano l'attività o accusano pesanti perdite
- I consumatori sono sempre più indebitati
- Gli indici di risparmio sono in costante deterioramento
- La FED avrebbe esigenza di aumentare i tassi, per contrastare spinte inflazionistiche retrograde, oppure potenzialmente derivanti dalla debolezza del dollaro

- Gli utili aziendali sono previsti in forte contrazione, dopo livelli record

Pil

I rendimenti obbligazionari sono scesi - dai massimi più recenti - in linea con il generalizzato rallentamento economico. Sui risultati del Pil si è verificato un tipico **picco ciclico**, una fase nella quale, il contributo del settore pubblico (spesa militare) e del settore “materials”, crescendo più di quanto riescono a contribuire altri settori, stravolge la corretta lettura di tendenza. La competizione globale, il rallentamento dei consumi interni in termini reali, il rallentamento immobiliare, erodono crescita e margini, mentre i fatturati aggregati sembrano crescere in termini assoluti. Man mano che il ribasso delle materie prime cominciasse prodromicamente a rallentare, deprimendo margini e fatturati più rapidamente di quanto crescesse la quota di commercio favorita dal ribasso delle stesse materie, allora si registrerebbe una contrazione generalizzata.

Manifatturiero

Il messaggio derivante dalla pubblicazione dei dati recenti è chiaro: **l'attività si sta contraendo velocemente in molte aree economicamente rilevanti**. I livelli attuali appaiono già ad un **livello pre-recessivo** (ISM-PMI) per il contributo negativo dei settori automobilistico e costruzioni. L'attesa è che tale dinamica si possa trasferire anche al settore dei beni durevoli (ex-difesa), sui quali peserebbero in futuro la modesta propensione di consumatori ed aziende a investire in un contesto di relativa incertezza.

A novembre (pubblicato a dicembre) l'indice **ISM** che fotografa l'andamento manifatturiero ha segnato un livello di 49,5 (51,2 ad ottobre), ovvero sconfinando **sotto la soglia di “50”**. Detta circostanza è di per sé un fattore negativo ed allarmante, perché segnala una contrazione che per essere considerata assolutamente recessiva avrà da essere confermata su un arco temporale più ampio. Tuttavia a preoccuparci è il fatto che sia al contempo il peggior risultato dall'aprile del 2003. Una conferma della delicatezza della situazione si segnala da analoga tendenza nell'area di Chicago che l'indice omonimo (**PMI**) sempre a novembre fotografa a 49,9 dal precedente 53,5 di ottobre. Il valore segnaletico di uno sconfinamento **sotto la “linea” di 50 assume medesimo significato**.

Mercato immobiliare e delle costruzioni

L'attività immobiliare residenziale **sta accusando un andamento recessivo**. Si tratta di una tendenza che ha avuto origine nell'agosto del 2005, quindi consolidata, e sulle cui prospettive si registrano pareri discordi. Tra chi - più di altri - si segnala ottimista circa una ipotesi di sostanziale esaurimento della contrazione in atto, segnaliamo il prestigioso ex governatore della FED **Greenspan**, una circostanza che più di altre sembra influenzare il mercato (consensus).

Di contro, più ampio è il fronte di coloro che stimano lontana l'uscita dal tunnel recessivo del settore. **Dopo 16 mesi di contrazione** (-30% la richiesta di licenze edilizie) la domanda da porsi è piuttosto **se esista una concreta possibilità che tale tendenza si estenda anche ad altri comparti economici**.

Una risposta affidabile o univoca appare incerta. Tuttavia la nostra opinione è che la probabilità che ciò finisca per accadere appare molto concreta e rilevante, tra l'altro poco malleabile dalla FED, se non nel lungo periodo. Vediamo il perché.

Le precedenti 8 recessioni immobiliari (contrazione di permessi edilizi) sono associabili a 7 recessioni aggregate complessive, una coincidenza che alza la probabilità all' 87,5% che si verifichi ancora:

- dal gennaio **1955**, per una durata di 27 mesi, e con contrazione dei permessi del 36% = **rilevata recessione successiva**
- dal novembre **1958**, per una durata di 26 mesi, e con contrazione dei permessi del 26% = **rilevata recessione successiva**
- dal novembre **1963**, per una durata 16 mesi, e contrazione dei permessi del 15% = **rilevata nessuna recessione**
- dal febbraio **1969** per una durata di 12 mesi, e contrazione dei permessi del 25% = **rilevata recessione successiva**
- dal settembre **1972** per una durata di 29 mesi, e contrazione dei permessi del 69% = **rilevata recessione successiva**
- dal maggio **1978** per una durata di 23 mesi, e contrazione dei permessi del 53% = **rilevata recessione successiva**
- dall'ottobre **1980** per una durata di 13 mesi, e contrazione dei permessi del 46% = **rilevata recessione successiva**
- dal dicembre **1989** per una durata di 13 mesi, e contrazione dei permessi del 45% = **rilevata recessione successiva**
- dall'agosto **2005** per una durata di “?” mesi, e contrazione dei permessi del 30% = ?
(recessione successiva)

Chi ha una visione benigna della situazione corrente (grazie all'attesa di fattori favorevoli compensativi) sostiene che questa volta è (dunque sarà) differente.

Un contributo a sostegno di questa tesi starebbe nel fatto che i consumi continuano a mantenersi su livelli elevati. In realtà questa tesi appare in larga misura viziata da una lettura superficiale, in quanto applicata a misurazioni nominali, in valore assoluto. Infatti, una azienda o un settore merceologico (come l'immobiliare appunto) potrebbe segnare fatturati crescenti, a fronte di un calo parziale o totale dell'utile. Sono infatti gli utili aggregati che alla fine interessano gli investitori, in prospettiva macro e micro-economica.

Il settore immobiliare-costruzioni è un settore molto determinante per le sorti del ciclo economico statunitense, ma in modo per lo più indiretto (negli USA come altrove). Settore e indotto pesano complessivamente per circa il 5,50% del GDP statunitense, mentre dai consumi deriva addirittura il 70,0%.

All'indomani dell'ultima recessione, che ricordiamo è stata fortemente condizionata dallo sboom azionario e dagli scandali finanziari, questo **comparto ha avuto il merito di corroborare il sentiment generale, ricostituendo un adeguato “senso” e profilo di “ricchezza & benessere” negli investitori e nei consumatori**, canalizzando grandi risorse sul manifatturiero, creando utili e occupazione, infine “finanziando” una fetta crescente di consumatori che dalla rinegoziazione di mutui a condizioni più favorevoli, oppure accendendone di nuovi, **hanno tratto risorse liquide da indirizzare nei consumi**. Il fenomeno è stato particolarmente importante, al punto da associare la “**casa**” a una sorta di “**ATM**” (bancomat).

Accanto a dette dinamiche, ovviamente, va considerato il caso di coloro che hanno acquistato per speculare su un incremento di valore tout-court, e quanti viceversa lo hanno fatto ricorrendo a nuovo debito, per speculare tra i differenziali derivanti dalle differenze attese tra “oneri per mutuo e rendita da locazione immobiliare” e/o performance prezzo di vendita.

Tutte queste motivazioni hanno - come detto - creato un forte rialzo del mercato, generato risorse, formato una bolla speculativa, e con essa finito per influenzare il clima economico complessivo, finanziario, e soprattutto dei consumi, ovvero corroborando la fiducia di consumatori che più di ogni altra variabile ha trainato l'economia statunitense e, con essa quella globale.

Il calo delle vendite, e dei prezzi immobiliari, sta determinando che cresca l'inventario mentre si rallentano le nuove iniziative, eccezion fatta per quelle infrastrutturali sulle quali l'amministrazione sta cercando di indirizzare le risorse umane in uscita dal comparto privato.



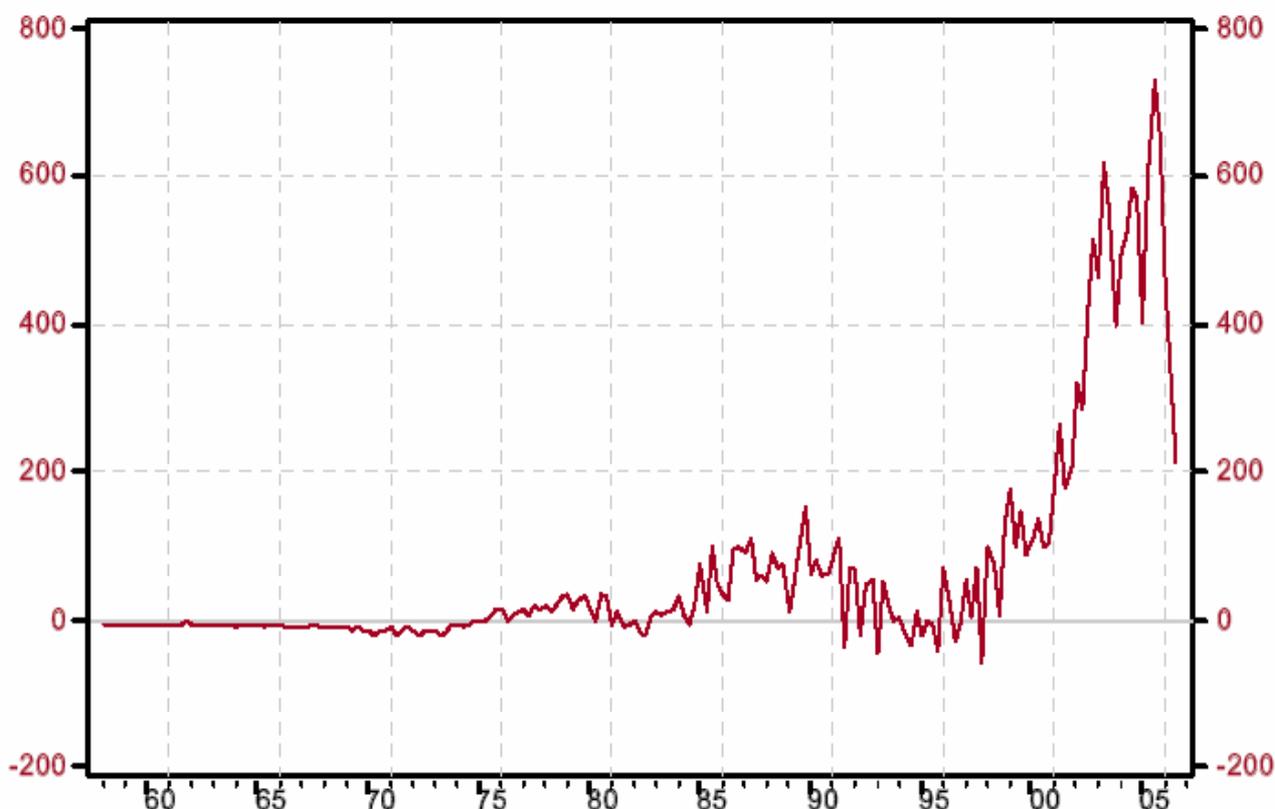
Dinamiche mercato delle costruzioni (rosso) e unità familiari invendute (blu) su basi destagionalizzate

Attualmente dunque, detti fattori stanno pian piano evaporando, di concerto al rialzo dei tassi FED, del rialzo dei tassi di finanziamento immobiliare, della contrazione dei fitti e del ribasso dei prezzi immobiliari. **Solo il ribasso dei prezzi petroliferi, parzialmente (ma in modo marginale e differito), sta fornendo un apporto imprevisto e favorevole ai consumi.**

Tuttavia e apparentemente, un vero e proprio calo dei consumi (correlati al mercato immobiliare) sembrerebbe non riscontrarsi (ancora) nelle attuali dinamiche commerciali, anzi. Questa è anche l'opinione più diffusa tra gli operatori finanziari. In particolare, leggendo i commenti a dette dinamiche si afferma che abbiano addirittura stupito in positivo le statistiche di vendita natalizie, molto sopra le attese, modificando così il consenso e rafforzando l'ipotesi di un generale soft-landing. In realtà se queste dinamiche si mostrano positive è perché il reddito delle famiglie continua a crescere o mantenersi alto, mentre la capacità di indebitarsi per il tramite di finanziamenti immobiliari regredisce con decisione.

Households: Mortgage Equity Withdrawal

\$ Billions SAAR



Finanziamenti-garantiti rispetto al valore degli immobili Driver della capacità di consumo

Possiamo interpretare ottimisticamente queste circostanze, come la prova che la recessione immobiliare non sia destinata effettivamente a trasferirsi (effetto domino) ad altri comparti merceologici?

E' ovviamente presto per dirlo, assunto che più fattori possano influire su tali dinamiche, ed assunto che - come detto - l'economia globale continuerebbe a influenzare favorevolmente l'intero ciclo economico internazionale, di cui gli USA appaiono una quota rilevante. Ma, tornando secondo la nostra tesi alla stretta **relazione che esisterebbe tra dinamica del mercato immobiliare e quella commerciale**, appare lecito sottolineare che è più che normale ipotizzare (in tal senso) dinamiche correlate e allo stesso tempo **differite nel tempo**. Questo perché non sarebbe proprio questa la precisa fase del ciclo nella quale si deve guardare al "fatturato" (volume delle vendite), ma bensì piuttosto monitorare e seguire l'andamento degli utili realizzati dalle aziende commerciali (tra cui quelle di intermediazione immobiliare).

Per spiegarci meglio, si ipotizzi di osservare la dinamica di uno dei settori commerciali più forti, ovvero quello cosiddetto tecnologico. A questo settore appartengono apparecchi molto richiesti come cellulari, videocamere, pc, monitor, televisioni al plasma o lcd, oltre che naturalmente sw. Ebbene, pur constatando un forte incremento (Y/Y) dei volumi di vendita, l'interazione di una

domanda più cauta, cui si è sommata a una forte pressione competitiva d'offerta, ha fatto sì che (per attirare i consumatori) le grandi catene commerciali abbiano dovuto applicare grossi sconti, limitando di molto "utili" viceversa precedentemente stimati ben più elevati (6-9 mesi fa). Le catene commerciali hanno puntato ai volumi, piuttosto che agli utili.

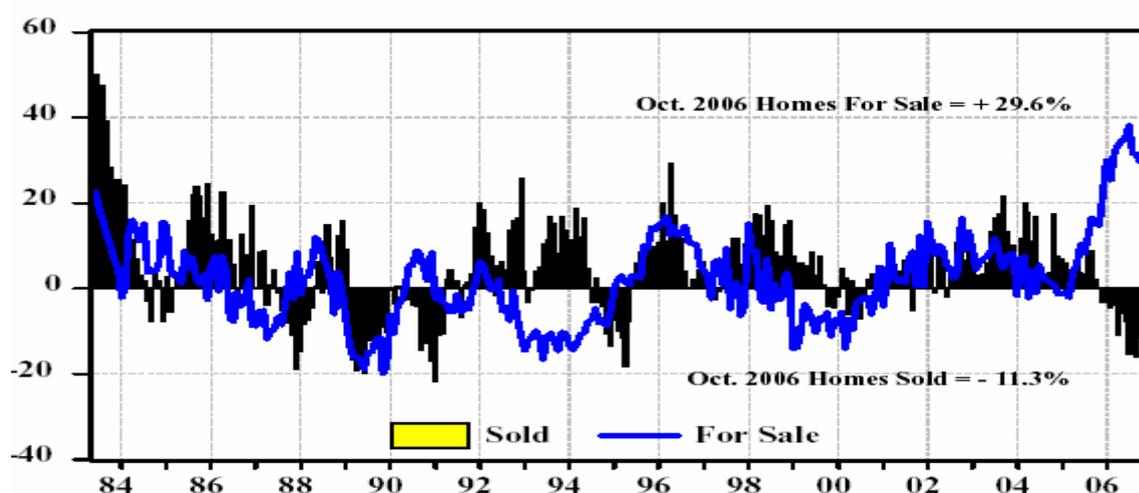
Ora, questo tipo di dinamica è quella tipica che si può sviluppare in un contesto come quello attuale, dove i consumi appaiono ancora soltanto modestamente influenzati da una contrazione del mercato immobiliare e mentre il reddito personale resta su livelli elevati. Infatti le dinamiche regressive del settore immobiliare appaiono molto diverse e più lente, in quanto vischiose e meno trasparenti, almeno (e non solo) rispetto ad altre "depressive" come quelle ad esempio derivanti da un processo recessivo esacerbato da un ribasso azionario (2000).

Mentre le azioni restituiscono una valorizzazione del proprio patrimonio in tempo reale, deprimendo altrettanto tempestivamente la fiducia dei consumatori in caso di ribasso, al contrario il valore di presumibile realizzo del "mattone" si rettifica molto più lentamente, a scalino (nel tempo, ma repentinamente).

Si immagini che un tipico proprietario (o un costruttore nel caso "corporate") decida di vendere un immobile. Una volta posto questo in vendita, alle condizioni di prezzo e stima attuali (di mercato), tradizionalmente possono trascorrere diversi mesi prima di ottenere dal compratore quanto richiesto. Il tempo sarebbe ovviamente collegato al "clima" di mercato, ovvero all'interazione di domanda-offerta, e queste a loro volta influenzate da altre variabili (tassi, inflazione, ecc.).

In tali frangenti, psicologicamente (inconsciamente) e praticamente, il venditore (al contempo un consumatore) considera già nelle sue "finanze" detto risultato di vendita, magari corroborato dalla presunzione di un lauto capital gain "realizzato" (presunzione di vendita certa e tempestiva). Se, è poi nelle condizioni di farlo, nel frattempo incrementa i suoi criteri di spesa, ricorrendo a nuovo debito (credito al consumo), anticipando così consumi che viceversa avrebbe dovuto (opportunamente) fare soltanto dopo la vendita effettiva (come nel caso di un portafoglio mobiliare), contando di chiudere detto debito aggiuntivo a transazione ultimata.

Single-Family Homes*: Y/Y % Sold vs. Y/Y% For Sale



**Status e dinamica mercato immobiliare (10/2006) – Blu livello invenduto/Nero venduto
% anno/anno**

Ora, in caso di una “domanda” calante (in un mercato ingolfato come quello attuale), ovvero con una offerta (stock di vendita) che coerentemente cresce perché i tempi di vendita si allungano, in quanto anche i “compratori” fiutano un mutato scenario di riferimento e si fanno più accorti, alla scadenza del mandato di vendita (dopo mesi), il venditore si ritrova a dover rettificare al ribasso le sue richieste, coerentemente alle nel frattempo mutate condizioni di mercato.

- Alcuni - più lesti - potrebbero cogliere si tratti di una vera e propria contrazione (un professionista, una azienda del settore di solito), e allora - per accelerare la vendita - applica uno sconto alle condizioni vigenti (che determina risultati e outlook inferiori alle attese).
- Altri più conservativi (le masse), potrebbero risultare restii a decurtare le proprie richieste, nell’attesa di un miglioramento del mercato, o di un colpo di fortuna (salvo poi giungere alle medesime decisioni tardivamente, in condizioni di debolezza, e a livello di prezzo ancora più basso).
- Altri ancora, potendo, potrebbero ritirarlo dalla vendita, soprassedendo (una quota minoritaria tra i privati, perché chi decide di vendere un immobile di solito lo fa o per necessità, o perché ha lungamente ponderato questa decisione e, una volta maturata l’idea, raramente torna indietro).
- Infine, c’è la categoria di coloro che - malauguratamente - si ritrovano sotto la scure delle rate di mutuo e/o di credito al consumo, impegni che non riescono ad onorare, e che per questo spesso ricorrono a finanziamenti irregolari o non ufficiali (usura), ma che in ogni caso - in ultima istanza - determinano la vendita coatta dell’immobile, un realizzo spesso realizzato “al meglio”, ovvero a prezzi depressi.

Tutte queste dinamiche hanno in comune il fatto che è - con il passare del tempo (differite)- che dette condizioni si trasferiscano sulle possibilità e capacità di spesa dei consumatori, quindi a valle nei consumi. Da qui, e dal calo della domanda che derivano condizioni di contrazione economica e di profitto aziendali complessive. Molti dunque sono a livello di settore i connessi risvolti. Vediamone altri.

- Abbiamo detto che si crea una contrazione del settore per l’aumento dell’invenduto.
- Ne consegue una minore richiesta di permessi a costruire il “nuovo”.
- Si crea disoccupazione perché le imprese di costruzione hanno meno opportunità e le imprese di intermediazione riducono gli organici.
- Cala il prezzo dei materiali di costruzione.
- Privati e aziende ricorrono meno a nuovo “credito”.
- Cresce il numero di aziende finanziatrici (erogatori di mutui) in difficoltà o che chiudono dipartimenti specifici, che licenziano personale o falliscono.
- L’indotto di beni e servizi per la casa cala, coerentemente alla contrazione del mercato.
- Cala la domanda di strumenti finanziari che investono nel “mattone” (fondi immobiliari), e le loro scarse performance deprimono l’umore degli investitori finanziari che li hanno scelti.
- Lo Stato incassa un gettito coerentemente minore di quello viceversa incassato nella precedente fase di espansione.

Si genera – in sostanza - un effetto depressivo pian piano più esteso che, con il passare del tempo allarga pervasivamente le sue influenze negative.

Attualmente il mercato immobiliare ha rallentato la sua caduta, e per questo si alimenta l'opinione che "il peggio sia alle spalle", una opinione che ovviamente conta sul fatto che nel frattempo la politica monetaria sia rimasta stabile e che da una sua riduzione (politica espansiva) futura il comparto possa trarre vantaggi.

Gli indicatori di "sentiment" mostrano un certo ristoro e, sono ai massimi dal luglio 2006. Tuttavia, parlare di una prospettiva d'inversione appare però alquanto prematuro, visto che è grazie al taglio dei prezzi, all'aumento degli incentivi, al ribasso dei tassi dei mutui (ancorato più al livello dei rendimenti obbligazionari a lungo termine, che non ai tassi FED), che è cresciuta la domanda in termini relativi (mese/mese).

Il **NABH/Wells Fargo Housing Market Index** è ad esempio risalito al livello di 35 (in gennaio), da 33 (di novembre). Questo indice tende a misurare la fiducia delle imprese di costruzione e, un livello inferiore a 50 rappresenta una contrazione dell'attività. Dalla sua creazione, l'indice ha toccato un valore minimo di 30 a settembre 2006 e un massimo di 47 nel primo trimestre dello stesso anno. Le stime di consenso relative alle principali aziende di costruzione mostrano al contempo che per raggiungere tali risultati hanno dovuto tagliare i prezzi (per rallentare la caduta dell'attività), sperando che - in primavera - il mercato possa naturalmente riprendersi, tra l'altro corroborato da tassi più bassi e da una discesa dei prezzi petroliferi.

Per corroborare l'ipotesi che questa ripresa immobiliare possa rivelarsi effimera e un semplice "rimbalzo" dell'attività, all'interno di una tendenza depressiva, aiuta considerare le dinamiche storiche. Si prenda ad esempio il differenziale negativo - tra massimi e minimi - registrato nelle tendenze correttive del mercato immobiliare a far data dal 1950, nove processi correttivi quasi sempre associati a una recessione economica nazionale:

INVESTIMENTI IMMOBILIARI PRIVATI IN TERMINI REALI

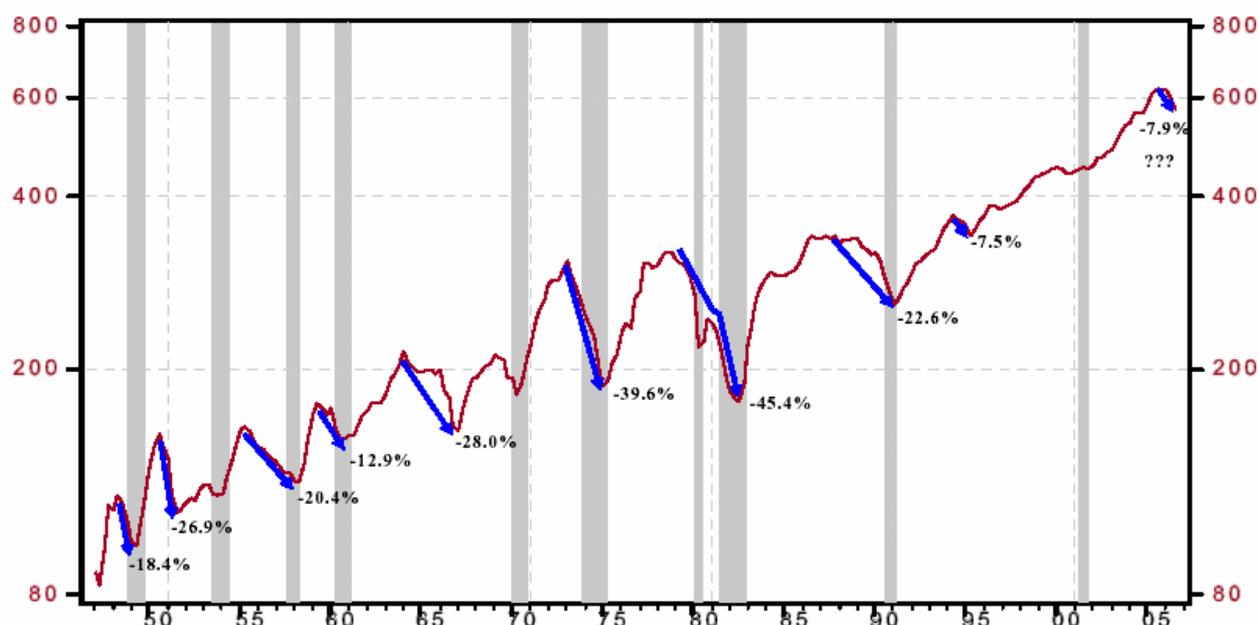
- 1950 -26,90%
- 1958 -20,40%
- 1963 -12,90%
- 1969 -28,00%
- 1972 -39,60%
- 1978 -45,40%
- 1980 -22,60%
- 1989 - 7,50%
- 2005 - 7,90% ?

- Media tra picchi e minimi è pari a una discesa del 24,6%

Molto interessante è dunque è l'osservazione del grafico successivo, che rappresenta l'andamento del GDP dal 1947 (linea continua), mettendolo in relazione alle fasi correttive (massimo-minimo) del mercato immobiliare residenziale (freccie e percentuali), evidenziando al contempo le fasi di recessione economica (fasce verticali).

Real Private Residential Investment

SAAR, BIl.Chn.2000\$



Source: Bureau of Economic Analysis /Haver Analytics

Investimenti immobiliari privati (blu) – GDP (rosso) – Recessioni (grigio)

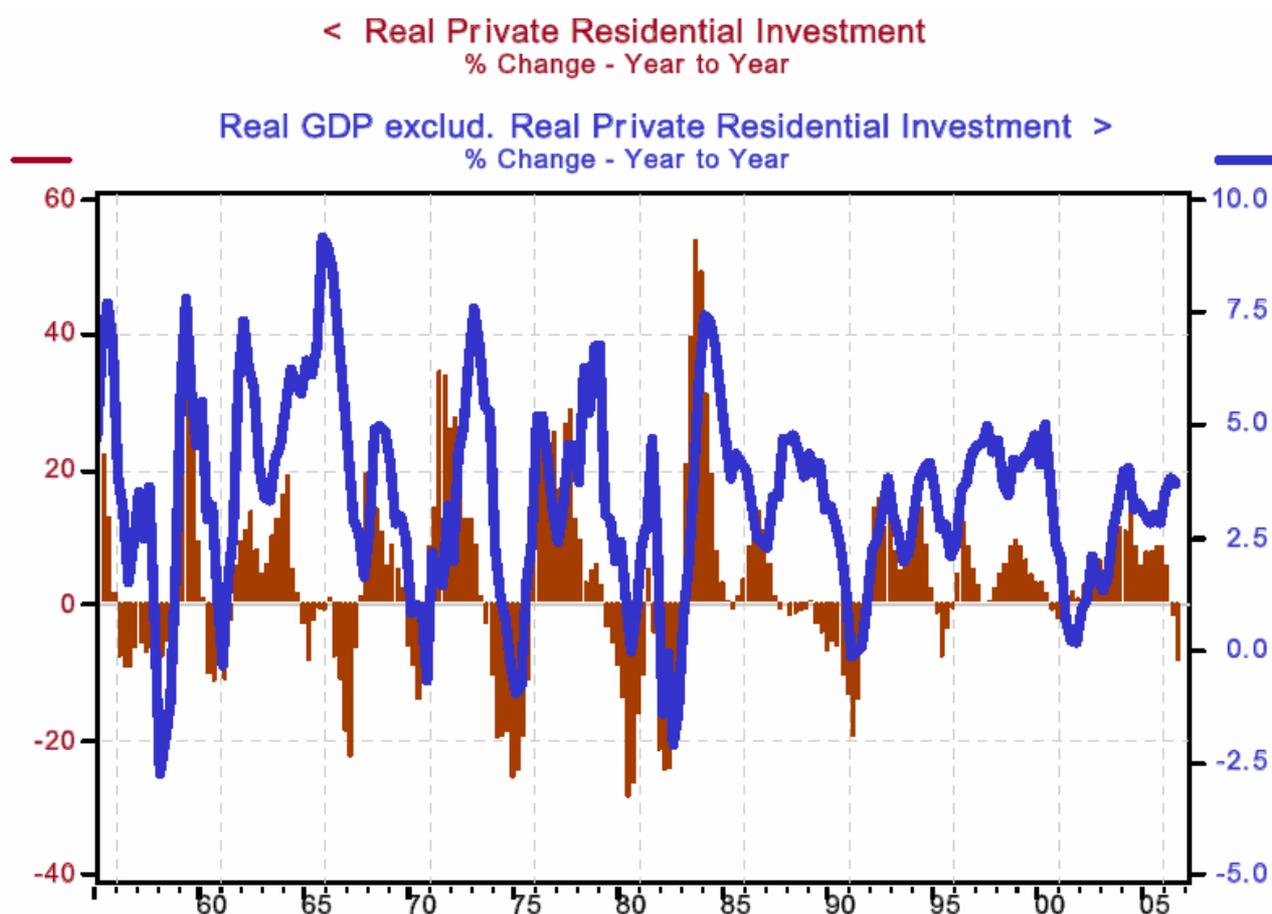
Alcune delle osservazioni pratiche più rilevanti sono:

- Raramente si osserva la conclusione di una fase correttiva immobiliare dissociata da una recessione, la cui durata appare fortemente correlata all'intensità della regressione immobiliare
- La magnitudo della fase correttiva del GDP appare legata a quella precedentemente espansiva
- E' dal 1990 che GDP e mercato immobiliare si espandono senza accusare coerenti fase correttive
- Coerentemente al punto precedente, la volatilità dei due aggregati appare estremamente modesta
- Dal 1983, le fasi espansive crescono di durata, mentre le recessioni sono sempre più brevi e rare
- Solo tra il 1995 e il 1996 si misura una modesta contrazione immobiliare comparabile a quella tuttora in corso (-7,50% e -7,90%), peraltro senza che si sia determinata una recessione.

In conclusione appare sotto molti aspetti evidente che in presenza di un severo regresso dell'attività immobiliare residenziale, l'economia possa sconfinare in una recessione, una eventualità che negli ultimi decenni si è mostrata rara, certamente grazie al fatto che - regredendo l'inflazione - si sia goduto di condizioni monetarie espansive che hanno impedito che fenomeni congiunturali passeggeri facessero deragliare la crescita economica complessiva.

Appare altrettanto utile però domandarsi se sia la crescita del mercato immobiliare a trainare l'economia o viceversa ("è nato prima l'uovo o la gallina?"), un dubbio che a noi appare legittimo e appropriato, anche se alquanto raro e disallineato dal parterre finanziario, ambito nel quale il consensus appare inequivocabilmente orientato a considerare quale driver quello immobiliare.

Dal canto nostro (che non viviamo di inequivocabili certezze) la tesi opposta ci appare meritevole di una certa considerazione, visto che poi esistono - nella pratica - esperienze diametralmente opposte. Dire che siano la discesa dei tassi e dell'inflazione a spiegare il florido mercato immobiliare e una incessante crescita economica (GDP positivo), non troverebbe riscontro nel caso dell'economia giapponese e tedesca. In entrambe, il mercato immobiliare ha sofferto una durissima e durevole crisi, pur in presenza di bassa inflazione e di tassi al ribasso, o a livello bassissimo: nel primo caso a causa della lunga recessione post bolla azionaria del 1989; nel secondo caso a causa dei perversi risvolti monetari connessi all'unificazione delle "due Germanie".



Gli andamenti in termini reali degli investimenti residenziali privati (marrone) e il GDP al netto delle stesse (blu) - % anno/anno

Forse dunque il giusto starebbe nel mezzo, ovvero che – è da condizioni di generale benessere, stabilità e fiducia – di apertura del mercato che derivano condizioni favorevoli anche per al settore immobiliare, un settore certamente fortemente legato alle evoluzioni di lungo periodo della stessa economia nel suo complesso, e questo perché entrambi influenzati nel lunghissimo periodo dalle tendenze demografiche.

Quello che attualmente dovrebbe dunque preoccupare è che lo scoppio della bolla immobiliare, la presenza di un livello storicamente molto basso di inflazione e tassi, la emergente tendenza protezionistica di alcuni paesi, prescindendo da fattori imponderabili esogeni, tutti insieme rappresentino fattori di instabilità o chiusura che, sono tutti appunto elementi negativi per una coerente sostenibilità della crescita, almeno alla velocità e intensità cui ci siamo recentemente abituati, status di favorevole condizione in cui difficile appare distinguere tra fiducia motivata e eccessiva compiacenza.

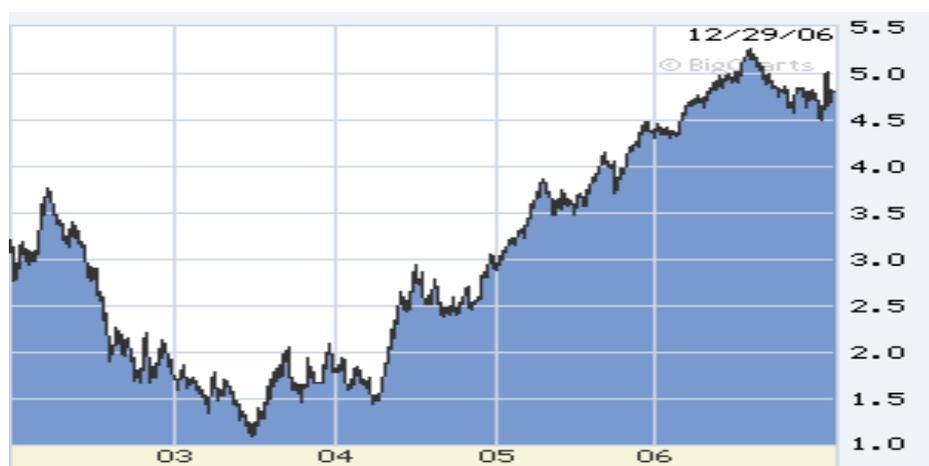
In particolare, sotto questo aspetto, è proprio l'eccessiva compiacenza che dovrebbe preoccupare gli investitori. Il fatto che una serie di incertezze sullo scenario abbiano portato, dapprima a ribassare le prospettive nel 2006, scontando anticipatamente un hard-landing, starebbe generando ora revisioni al rialzo tali da ingenerare un eccessivo ottimismo, in un contesto che - tendenzialmente - appare invece più fragile e potenzialmente instabile. L'assenza di un adeguato premio al rischio, non spaventa, e anzi spinge all'assunzione di rischi innaturali o immotivati.

Capire dove risieda un possibile focolaio di crisi, alla luce di quanto detto, certamente trova nel "mercato immobiliare" uno dei principali candidati da monitorare, distinguendo tra fattori reali e manipolazioni strumentali operati dagli istituti di ricerca governativa, impegnati a cambiare le regole di misurazione, temperando la severità della crisi in atto.

Tassi & Rendimenti

La politica monetaria della FED è da mesi improntata alla stabilità, in un atteggiamento attendista, ovvero apparentemente dipendente dalle future evoluzioni dei dati macro. Il tasso del 5,25% è da considerarsi infatti relativamente neutrale, dopo che una serie di 17 consecutivi rialzi ha azzerato la maggiore espansione monetaria nominale da molti decenni.

Questa azione restrittiva è matura di 30 mesi ed è caratterizzata da una dimensione - in ogni caso - storicamente elevata (rialzo del 425%), principale motivo per cui il mercato è sbilanciato su una attesa di inversione al ribasso. Questa attesa ha dunque secondo noi rilevanti basi empiriche e psicologiche, piuttosto che fondamentali. Questi ultimi sono per lo più relegati ai riflessi connessi alle difficoltà in cui versa il mercato immobiliare.



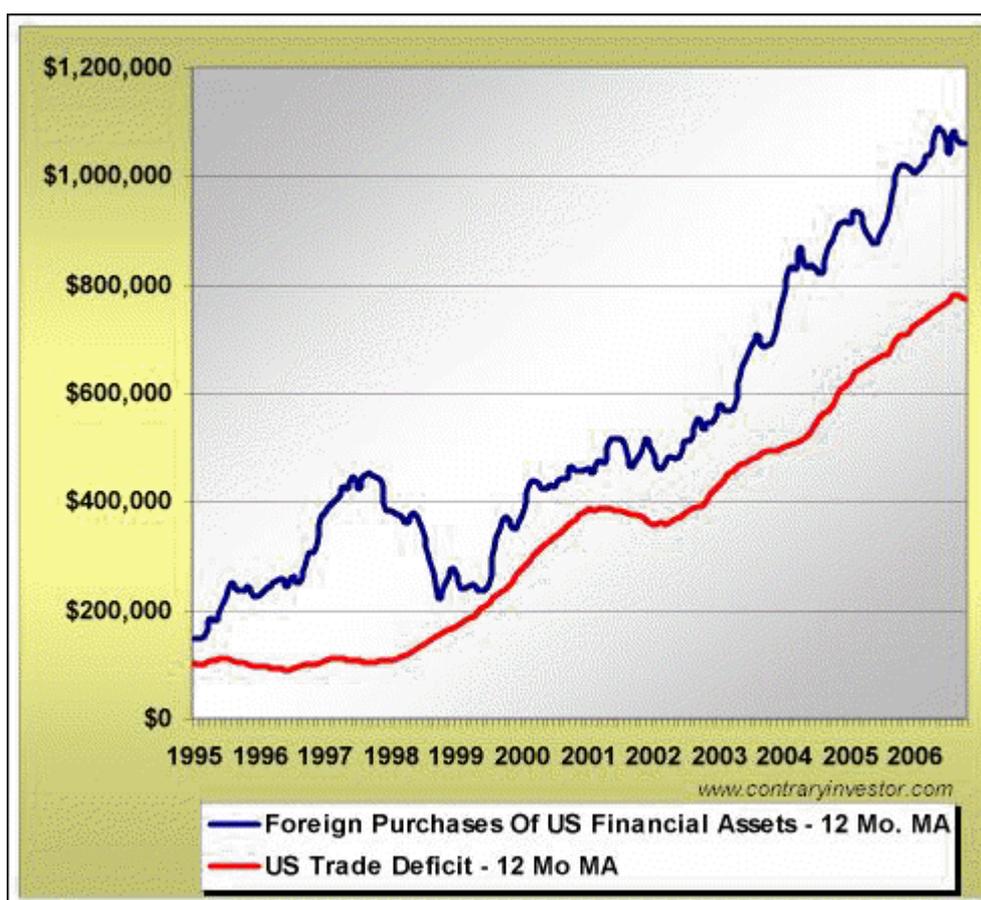
Evoluzione dei rendimenti a 2 anni USA

Tuttavia, e tenuto conto che il mercato immobiliare registra dinamiche ancora incerte, o contraddittorie (a macchia di leopardo, a seconda delle aree geografiche prese in esame),

l'esperienza recente sembrerebbe dimostrare che i tassi della banca centrale, a livelli già elevati, sarebbero scarsamente influenti su detto comparto (mattone in senso lato), viceversa condizionato dal livello dei rendimenti obbligazionari a lungo o lunghissimo termine.

Sin dall'avvio della stretta creditizia, contrariamente all'esperienza storica, i rendimenti obbligazionari (e dei titoli del tesoro a tasso fisso) hanno registrato andamenti divergenti, con i tassi a breve che salivano, e i rendimenti a lungo termine che si riducevano, intervallando cicli secondari in ristretti trading range. Sino a un diverso e provato andamento dunque, attendersi un ribasso dei tassi USA in chiave di sostegno del mercato immobiliare sarebbe a nostro avviso un potenziale errore sostanziale.

Per ammissione della stessa banca centrale, la divergenza tra rendimenti e indirizzo monetario, sarebbe un fenomeno nuovo e inesplorato, largamente condizionato dall'attesa di moderazione inflazionistica (una convinzione tra l'altro basata sulla fiducia nell'azione preventiva della stessa FED, in un contesto reso peraltro estremamente rischioso da un deficit commerciale crescente), così come sull'attesa futura di un ritmo di crescita più moderato e, infine (ma non per scarsa o più modesta influenza), connesso all'enorme flusso di liquidità che dal resto del mondo affluisce – senza sostanziale soluzione di continuità - negli Stati Uniti, sui titoli privati e statali a tasso fisso a lungo termine.



Assets statunitensi detenuti dall'estero e Deficit Commerciale

Tra i principali compratori, le autorità politiche e monetarie asiatiche (partner) che cercano strumenti considerabili a basso rischio di credito e largo mercato, per impiegare i loro surplus di bilancio. A questi attori, ma per motivazioni assimilabili (rendita certa a lungo e lunghissimo

termine), si aggiungono i fondi pensione e le assicurazioni. Con il passare dei mesi questa tendenza d'investimento ha assunto connotati tali da influenzare la struttura dei rendimenti in modo sempre più sostanziale, schiacciando al ribasso il rendimento dei titoli che, la FED, avrebbe viceversa voluto influenzare al rialzo, per ripristinare un premio adeguato alla forte esigenza di rifinanziamento dei conti pubblici statunitensi, un fabbisogno di cruciale importanza allorquando come oggi, la fiducia degli investitori appare sensibile all'esigenza di una maggiore diversificazione valutaria (per i timori per una forte svalutazione del dollaro), nel mentre il tasso di risparmio nazionale mostra dinamiche estremamente negative.

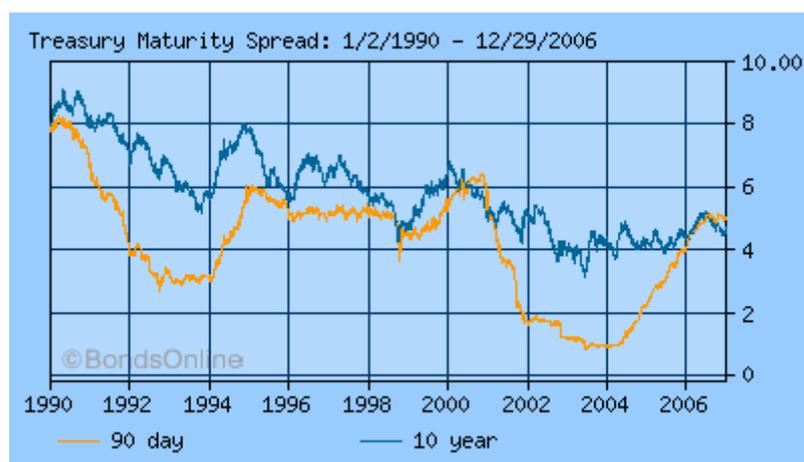
Ora, il mercato immobiliare è per definizione uno tra quelli più sensibili alla dinamica di tassi e rendimenti, in quanto basato sulla leva finanziaria (debito). Le aziende erogatrici di mutui fanno provvista di capitali sul mercato, con strumenti a lungo periodo, il cui livello di costo è direttamente correlato al livello di rendimenti analoghi presenti sul mercato, aumentato di un adeguato premio per il rischio di insolvenza più alto. Assunto adesso che - come detto - i rendimenti dei titoli del tesoro sono tendenzialmente bassi, a prescindere dal livello dei tassi della FED, anche i tassi dei mutui risulta influenzato al ribasso, a prescindere dal tasso di sconto FED.

La banca centrale ha stretto il credito per almeno 4 principali obiettivi:

- Normalizzare il livello dei tassi, dopo una fase antidepressiva particolarmente profonda e prolungata (sino all'1%, minimo dal 1950)
- Contenere e prevenire l'inflazione, in un momento storico caratterizzato da alti costi delle materie prime che mettono a rischio l'andamento dei prezzi in una fase di surriscaldamento economico globale e di crescente occupazione nazionale
- Normalizzare la struttura dei rendimenti, per riequilibrare un premio al rischio delle attività finanziarie, supportando così una graduale evoluzione del cambio
- Disinnescare la bolla immobiliare, giunta a livelli di esasperata rischiosità complessiva

A 30 mesi dall'avvio della stretta creditizia, non tutti gli obiettivi appaiono completamente centrati, ma certamente il più è alle spalle. Tuttavia, mentre come anticipato il mercato preme e freme per un ribasso (operando in tale direzione), una aspettativa in parte già scontata dalle quotazioni dei mercati finanziari, una attenta lettura degli aggregati monetari direbbe che la banca centrale dovrebbe addirittura alzarli. Si tratterebbe dunque di una fase interlocutoria e di monitoraggio in cui la banca guarda da una parte agli effetti retrogradi di una mossa così incisiva, e dall'altra all'intero cumulo di interazioni congiunturali.

Non è facile interpretare le mosse successive. Mentre appare chiaro l'atteggiamento degli investitori, convinti che prima o poi debba operare sul fronte di un taglio, l'intensità di alcuni fenomeni ancora in evoluzione positiva, cui si sommano fattori esogeni favorevoli (condizioni climatiche eccezionalmente favorevoli a far data dal 1860), potrebbero sorprendere le attese e influenzarne ancora un atteggiamento preventivo restrittivo.



Di contro, pur tenendo conto di un ottima creazione di nuovi occupati, con consumi coerentemente elevati, e del regresso delle materie prime (con beneficio sui prezzi), la FED potrebbe considerare che tra l'abbassare - per prevenire gli effetti di una potenziale nuova fase regressiva immobiliare, che magari giustificerebbero gradualmente prima una azione verbale accomodante e quindi un ribasso dei tassi - e alzare (per le motivazioni indicate al capoverso precedente), la mossa migliore potrebbe rivelarsi "stare fermi" e attendere che il più o si normalizzi, o emergano inequivocabili emergenze.

Questa appare ai nostri occhi una eventualità interpretativa da preferire, almeno sino a quando due importanti elementi reali possano fornire una lettura alternativa. Per questo monitoreremo il cambio e l'oro capaci di indicare, e confermare, l'evoluzione macro-economica connessa a tali frangenti.

Intanto, relativamente alla struttura dei rendimenti, come abbiamo detto la circostanza di una curva dei rendimenti invertita sottintende praticamente all'attesa di un rallentamento dell'attività economica con rischio di inflazione a breve termine, piuttosto che a lungo periodo.

La persistenza del fenomeno (inversione), oramai circa 12 mesi, appare un elemento di una certa importanza segnaletica, pur se non risolutiva. Tuttavia, fino a quando dovesse questo persistere, e sempre più con il passare del tempo, pur volendo considerare e tenere conto che si tratti di una condizione anomala influenzata da fattori non propriamente indigeni (l'acquisto di attività dall'estero), consideriamo alta la probabilità di una forte contrazione dell'attività economica, o di una recessione.

Inoltre, assunto che i rendimenti appaiono di per sé storicamente bassi, ovvero non del tutto rispondenti al profilo di rischio connesso a un paese ad alto deficit di bilancio, e al loro livello medio (a 10-30-50 anni), gli investitori dovrebbero guardare con minore compiacenza ovvero proiettando l'attuale livello inflazionistico a lungo periodo. Assunto che la bolla di liquidità continui a influenzare ogni classe di strumento, e che il sistema abbia dato prova di impermeabilità alla crisi dei prezzi delle materie prime in senso lato, raramente detti processi tendono a esaurirsi su scale temporanee brevi (5 anni). Di solito poi, sistemi economici in piena occupazione e capacità di utilizzo tendono a subire pressioni sul lato della flessibilità salariale, una componente già in evoluzione come dimostrano ad esempio le richieste dell'IG Metal tedesche al rinnovo dei contratti (+6,5%). Si tratta di fattori durevoli e molto difficili da temperare, e che sono per esempio attualmente alla base dell'espansione dei consumi.

Di recente molte variabili sembrano confermare la presenza di un rischio sui prezzi maggiore che in passato. Con condizioni climatiche favorevoli e materie prime più economiche, lecito sarebbe stato misurare un generale ribasso nominale (piuttosto che sequenzialmente, ovvero anno su anno). A dicembre il tasso d'inflazione ha misurato un rialzo complessivo dello 0,5% e dello 0,20% "ex-energia ed alimentari". Il dato (mensile) è il più elevato da 8 mesi, oltretutto il primo - in rialzo - dopo 4 mesi di stabilità. Anche l'energia che, apparentemente, non sembra più preoccupare (in quanto percepita dai consumatori in chiave petrolio) ha visto i prezzi crescere del 4,6%, segnando il maggior balzo da 11 mesi.

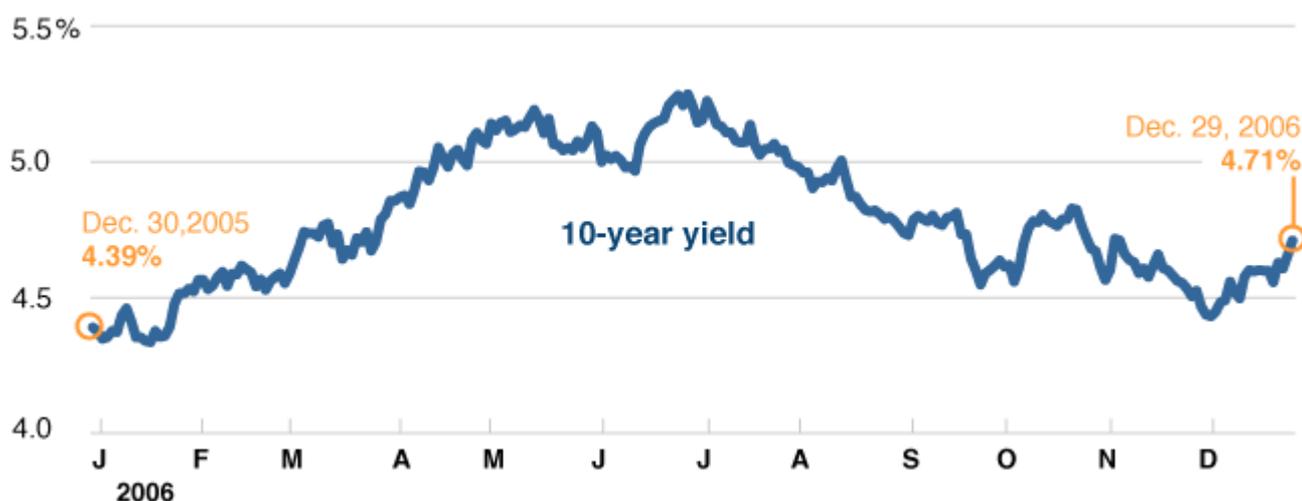
Nella ricerca di conferme, notiamo comunque che la media mobile a 3 mesi mostra ancora un rallentamento dell'inflazione, all'1,4% nel 4° trimestre, per un risultato complessivo del 2,5% nel 2006, dal 3,4% 2005.

Inoltre, da tempo, cresce una rinnovata tendenza protezionistica, in ambiti politici nazionali e internazionali, azione capace di moderare gli effetti favorevoli deflazionistici della cosiddetta globalizzazione, una tendenza che la stessa urbanizzazione - nei paesi emergenti - tende nel tempo a malauguratamente modificare. Ovviamente, si tratta di fattori striscianti, scarsamente monitorabili con approcci tradizionali prevalentemente incentrati al monitoraggio su scala nazionale.

Per le medesime ragioni, appare lecito ipotizzare che qualora la FED cominci - effettivamente, gradualmente e preventivamente - a tagliare i tassi, dopo un prevedibile ciclo di euforia connesso alla presunta prova di un rallentamento economico e inflazionistico, praticamente venga meno quel ombrello a protezione e tutela dei rendimenti a lungo termine, una ipotesi che - in sostanza - vedrebbe dapprima scendere tassi e rendimenti, con i primi più sensibili nominalmente, mentre poi quando i secondi raggiungessero livelli sacrificati e insostenibili, derivi l'avvio di una normalizzazione della curva, con il "breve" che rende meno del lungo, il cui livello sarebbe molto più indipendente - che in un recente passato - dal fattore "liquidità".

Nel 2007 i tassi statunitensi potrebbero scendere tra lo 0,75% e l'1,25%, a seconda dell'evoluzione del mercato dei consumi e del livello di occupazione, con quest'ultimo che dovrebbe in ogni caso mantenersi sotto il 5% di disoccupazione. L'avvio espansivo - attualmente - sembra spostarsi in avanti, tra il 2° e 3° trimestre, salvo fatti imprevisti, o sino a quando le altre banche centrali adottassero maggiore risolutezza (Giappone e BCE che accelerano), costringendo la FED a temperare un ribasso del dollaro.

I rendimenti a 10 anni viceversa, sono presumibilmente visti mantenersi in range, attesi al ribasso, ma con rischio di rialzo, ovvero verso l'area del 5,25%-5,50%, magari in un contesto di notevole crescita dei prezzi, e/o con mercati azionari in forte rialzo, due tendenze ovviamente sfavorevoli al mercato difensivo dei bond.



Mercati valutario e oro

Gli ultimi decenni sono stati influenzati da bolle speculative di non facile manipolazione. Esse sorgono, con sempre maggiore frequenza, a causa di fattori indesiderati, o di non facile prevenzione e manipolazione, alimentandosi le une con le altre.

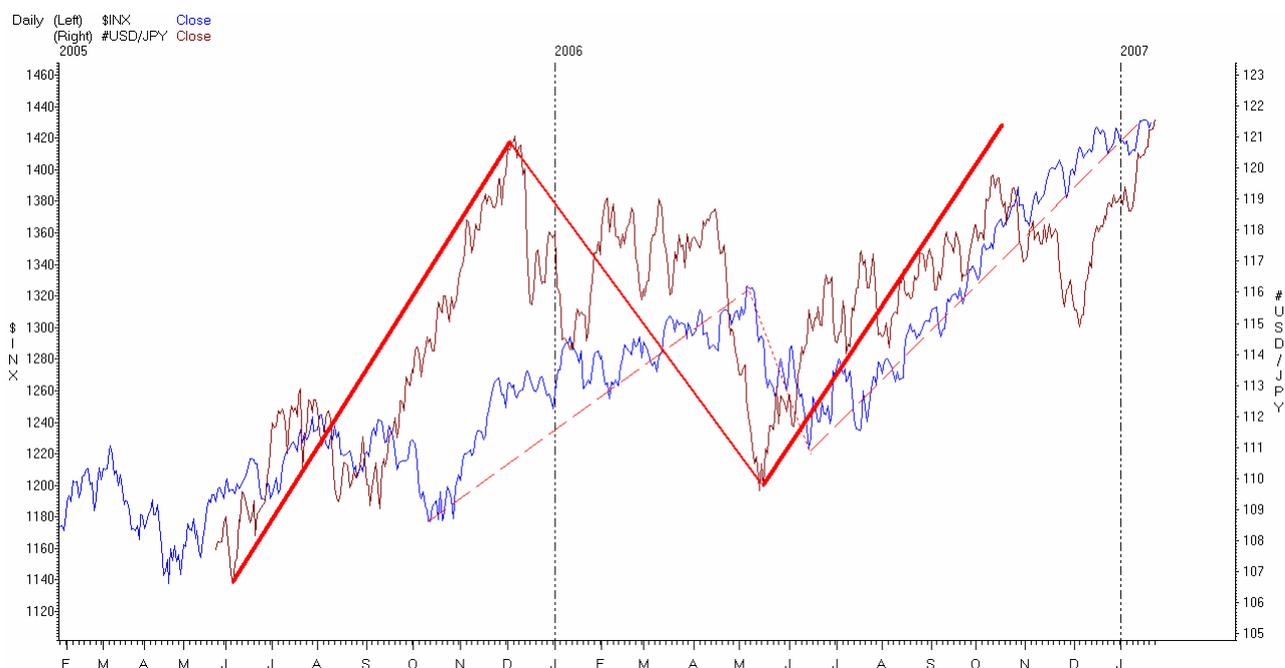
Alla base di questi fenomeni ci sarebbero fattori distorsivi monetari e psicologici. Mentre sui secondi appare difficile immaginare che qualche cosa possa cambiare a breve come medio termine, in quanto connessi all'evoluzione del genere umano, sui primi va posto un accento, una attenzione particolare, in quanto è immaginabile che dalla loro maggiore conoscenza, e per certi versi misurabilità, potrebbe doversi immaginare che - le banche centrali e le autorità - intervengano per temperarli, eliminarli o solo prevenire.

Avidità, ottimismo e pessimismo, insieme alla crescita/distruzione di moneta, sono gli elementi atti a scatenare, alimentare, correggere l'evoluzione di ogni fenomeno speculativo catalogabile come "bolla". Il mercato valutario, e quello dei beni rifugio, sono tra quelli più importanti per monitorare l'andamento di questi fenomeni (discrasia tra attese, previsioni, risultanze), alla ricerca di elementi interpretativi e operativi.

Negli ultimi anni si sono misurati forti incrementi di valore nei mercati delle **materie prime**, delle **attività finanziarie** e degli **immobiliari**. Per definizione una bolla rappresenta un fenomeno nel quale la crescita di valore raggiunge livelli che - sotto un profilo fondamentale - non appare del tutto o in parte giustificato. Dall'eccesso connesso a detta "iper-valuation" possono derivare poi una serie di reazioni correlate - di breve come di lungo periodo - molto influenti e pervasive, per lo più destabilizzanti per l'evoluzione economica, anche oltre i confini nazionali.

- **Bolla finanziaria:** una abnorme liquidità sta gonfiando gli asset finanziari. L'originale fonte di liquidità risiede nelle banche centrali, impegnate a temperare l'andamento dell'inflazione e del ciclo economico. In particolare, un abnorme squilibrio deriva dal fatto che i tassi del **Giappone** siano troppo bassi rispetto a quelli del resto del globo. Ciò influenza la disponibilità di ingenti risorse a costo praticamente nullo, da indirizzare su attività a maggior rendimento nominale o prospettico. Nel 2006 la banca del Giappone ha dichiarato un **cambio di politica**, alzando i tassi allo "0,25%", con prospettiva di ulteriori rialzi. Il **mondo** finanziario per questo ha tremato, al punto che buona parte dei fenomeni correttivi del 1°

semestre 2006 potrebbero essere inquadrati in una reazione (emotiva) a detta prospettiva. In ogni caso la depressione giapponese scaturita all'indomani dello "sboom" (appunto lo scoppio di una bolla) azionario del '90 continua ad estendere lo spettro dei suoi tentacoli, un prezzo che dal Giappone ha finito per ribaltarsi al resto del globo, e solo parzialmente compensato (o cavalcato?) dalla globalizzazione che, ne ha contenuto (o annullato) le spirali inflazionistiche. Poiché trascorrerà molto tempo prima che lo **spread** (differenziale) tra i tassi giapponesi e quelli internazionali si restringa adeguatamente, nel frattempo è lecito ipotizzare che il Giappone rappresenti ancora una sorta di "bancomat", per catturare detti differenziali più o meno speculativamente, una dinamica resa virulenta e pericolosa dall'effetto della leva finanziaria solitamente adoperata. Da tutto ciò consegue che sino a quando resiste questo status quo lo Yen possa soffrire di una debolezza strutturale contro tutte le monete a più alto rendimento, oppure a mercati e strumenti iper-speculati (emergenti e materie prime). Un inatteso, temporaneo o strutturale rafforzamento della moneta giapponese, collegabili a un atteggiamento restrittivo della BOJ, dovrebbe mettere in allerta gli investitori che in tale indicazione potrebbero cogliere una minore liquidità disponibile nei mercati.

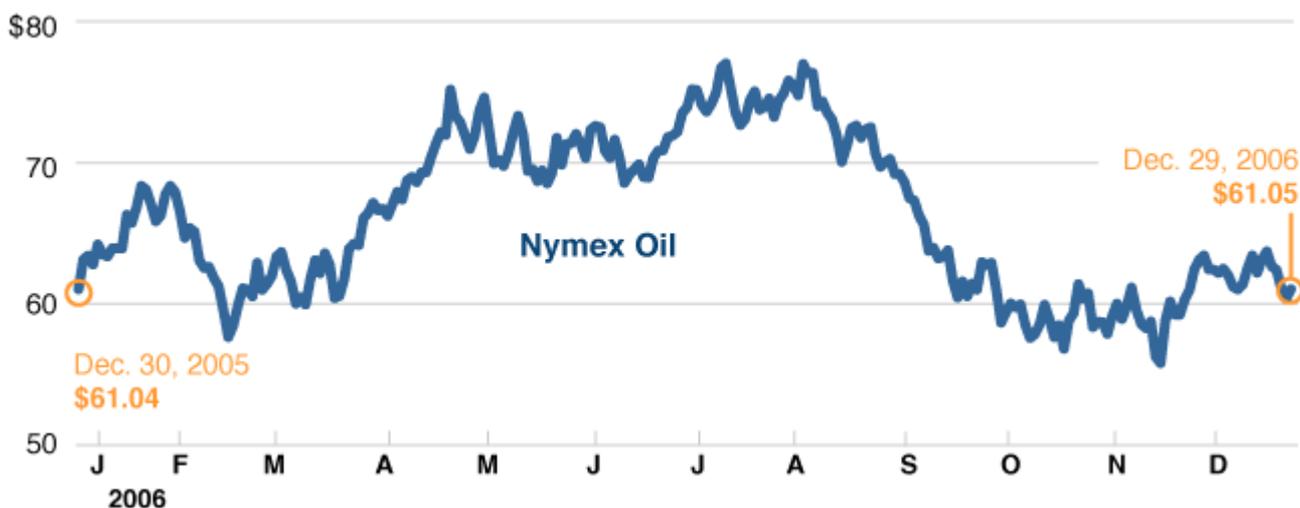


Nel grafico si nota che quando si è rafforzato lo yen contro il dollaro (linea continua marrone), segue – con un certo ritardo - una fase fortemente correttiva sul mercato azionario (S&P500 in blu) .

- **Bolla immobiliare:** i prezzi degli immobili (come quello delle attività finanziarie) crescono nel lungo-lunghissimo periodo sotto l'influsso della crescita demografica. Tuttavia, come per gli uni e gli altri, va distinto tra crescita nominale e reale. La prima è misurata in valore assoluto (nominale), mentre la seconda al netto dell'inflazione. Di recente gli immobili hanno rettificato il loro valore al rialzo, dopo anni di stagnazione, ovvero recuperando il loro potere di acquisto, cioè rettificandosi del tasso di inflazione nel frattempo accumulatosi. L'ultima parte dell'espansione dei prezzi immobiliari sembra però aver ecceduto tali naturali rettifiche, dinamica influenzata - come detto - da fattori psicologici aleatori (avidità,

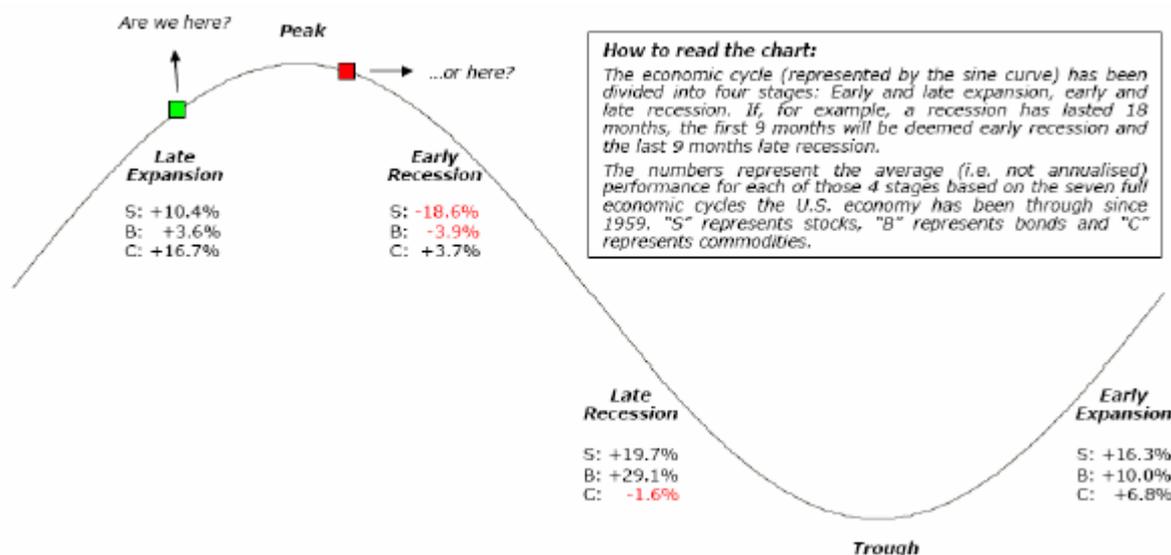
avversione al rischio capitale dopo lo sboom del mercato azionario post-2000, ecc.), oltre che per la pervasiva disponibilità di liquidità (banche centrali, utili aziendali, rendita petrolifera, ecc.), uno “tsunami” di denaro che ha pervaso ogni ambito capitale, schiacciando la volatilità, come pure gli spread di credito e rendimento. In prospettiva, gli investitori dovrebbero prendere in seria considerazione i rischi tradizionali connessi allo scoppio di una bolla, mettendoli in relazione a quella immobiliare. In futuro i **prezzi immobiliari potrebbero regredire**, oppure apparentemente **stabilizzarsi** (grazie all’alta liquidità sempre disponibile) sotto un profilo **nominale**, ma deprezzandosi in termini **reali** ovvero contro l’inflazione, oppure contro altre monete, contro oro, **oppure contro gli uni e gli altri**.

- **Bolla materie prime:** l’andamento delle materie prime è strettamente legato - a breve termine - a fattori speculativi (esogeni-occasionalmente stagionali), e a lungo termine a fattori strutturali o macro-economici. L’economia globale si espande a ritmo elevato da anni, spesso inanellando record su record. Negli anni recenti il prezzo delle materie prime è andato sotto pressione - al rialzo - per la crescita della domanda di paesi emergenti a più alto tasso di crescita ed espansione, ma da una condizione precedente di sottosviluppo, bassa industrializzazione e modesta efficienza tecnologica-energetica, elementi appunto alla base di una forte domanda di petrolio, metalli e carbone. Pur non misurando una carenza vera e propria dell’offerta a pronti, a termine appare lecito che si determini un collo di bottiglia nel qual caso sarebbe difficile contenere una crescita dell’inflazione. Questi fenomeni sono legati a cicli poliennali, di 15-20 anni. Dal 1999-2000 i prezzi hanno sperimentato generalmente un forte rialzo; soltanto dalla metà del 2006 si è avviata una fase correttiva che è prematuro decifrare. Saper distinguere, tra fase e dimensione correttiva, appare invece un’altra cosa. In una correzione “tecnica” (un movimento di rintracciamento, contrario ad una precedente evoluzione) i prezzi potrebbero recedere anche profondamente, prima di riprendere una nuova fase di crescita. Il petrolio ad esempio, passato da 10,0\$ di dicembre ’98, a 78,0\$ di luglio 2006, potrebbe evolvere con prezzi al ribasso per mesi o anni, prima di sperimentare nuovi massimi assoluti, una eventualità evitabile soltanto con una crescita delle estrazioni ben superiore a quelle della potenziale domanda futura, o con una minore dipendenza strutturale dallo stesso (nucleare), infine per una recessione. Così, nella fase attuale, il rischio a breve potrebbe essere quello di sottovalutare la possibilità di più severe e durevoli evoluzioni negative, mentre a lungo periodo, già catalogare la fase attuale quale avvio di un certo sboom petrolifero. *Uno dei massimi “esperti” ad esempio – Jim Rogers – continua imperterrito a pronosticare un prezzo di 100-150\$ per barile, dopo che la fase di assestamento attuale si sarà completata. Dopo aver pronosticato l’avvio di un rally nel 1999, di recente ha dichiarato di vedere una prospettiva nuovamente favorevole nel 2009 o 2013. D’altra parte, la discesa accusata dai prezzi del 30% non sembra nè spaventarlo e nè influenzarlo, perché baserebbe le sue previsioni sul fatto che sono circa 30 anni che non si scoprono nuovi e funzionali giacimenti capaci di ottemperare alla crescente domanda asiatica futura. Dal suo punto di vista, spesso le fasi di assestamento in tali frangenti si esauriscono in 2 anni, similmente a quanto accaduto nell’oro negli anni ’70.*



Abbiamo posto l'accento sulle cosiddette bolle, elencando per ultima quella solo parzialmente ingiustificata delle materie prime, perché il loro andamento – strettamente collegato al ciclo economico – spesso fornisce informazioni anticipatrici o di conferma sullo stato del ciclo economico.

A titolo esplicativo riportiamo un grafico - già da noi pubblicato (3° Quarterly 2006) - a beneficio dei nuovi lettori, per segnalare l'importanza segnaletica delle performance di materie prime, azioni e bond (principali classi d'investimento) a seconda della fase economica e complessivamente (sommando complessivamente espansione e recessione), ovvero sommando le performance medie di semiciclo.



NOTE:

- **CICLO ECONOMICO USA (ESPANSIONE + RECESSIONE) IDEALMENTE DIVISO IN 4 FASI (MEDIA DI TUTTI I CICLI DAL 1959)**

S = AZIONI
 B = BOND
 C = COMMODITY

Average Returns during Expansions and Recessions

	Stocks	Bonds	Commodities
Expansion	+13.29%	+6.74%	+11.84%
Recession	+0.51%	+12.59%	+1.05%

Source: NBER, Working Paper 10595

Bene l'idea che vorremmo mettere a fuoco è che le materie prime sono fondamentali indicatori reali, e che l'evoluzione attuale (come in passato) richiama a rischi di un rallentamento economico superiore al consensus:

- quando le materie sono in un ciclo di prezzi negativo, vorrebbe dire che il ciclo economico soffre, distinguendoci così dall'opinione più diffusa che invece sopravvaluta che, da un suo calo, l'economia abbia da guadagnarci. Una corretta interpretazione appare fondamentale in questa fase pena trovarsi sbilanciati, dopo una fase di stallo economico. E' attualmente il caso del calo dei prezzi del petrolio, che la platea degli analisti sostiene stia compensando l'incidenza negativa del mercato immobiliare.
- Sin dai massimi di maggio 2006 l'indice CRB che comprende un paniere molto articolato di materie prime è sceso di ben il 22%; ciò è accaduto soltanto 7 volte dal 1974. Da allora, ad ogni regressione maggiore o uguale al 20%, si può associare a una recessione statunitense, o a una forte contrazione economica, oppure a una crisi finanziaria.
- Ognuna di queste fasi, nella quale si sono misurate delle discese nei prezzi delle materie prime, era stata preceduta da una fase monetaria restrittiva, e da una curva dei rendimenti invertita.
- Nei suddetti frangenti precedenti (come oggi del resto!), avevano accusato un andamento negativo non soltanto il petrolio, ma anche altre materie prime: rame, oro, zucchero, alimentari, frumento

L'ISI – International Statistical Institute – uno dei più accreditati ed antichi istituti scientifici di ricerca statistica del mondo (fondato nel 1885), rilevando i fattori precedenti, fa notare che proprio la loro attuale ricorrenza, associata a 17 rialzi consecutivi dei tassi, al ribasso dei prezzi degli immobili, all'alto indebitamento pubblico e privato, ad una curva dei rendimenti invertita, alla tendenza riflessiva di alcuni indicatori anticipatori (leading indicators), alla circostanza di una politica monetaria restrittiva internazionale, e soprattutto, ad una crescita del GDP inferiore al livello dei tassi dei Fed Funds - tutti insieme - segnalerebbero un alto rischio di rallentamento, una fase che a partire dall'esperienza storica avrebbe maggiori probabilità di concludersi in una tipica recessione, che piuttosto con un semplice rallentamento (consensus attuale).

Nel passato è davvero molto raro riscontrare soltanto un rallentamento momentaneo (soft-landing) dell'attività economica, in tali frangenti.

L'ISI fa notare che – in ogni caso - il soft-landing del 1995 non è associabile come oggi ad una curva invertita, oppure ad un calo del 20% nel mercato delle materie prime; mentre il soft-landing del 1985 non troverebbe analogie relativamente alle mosse restrittive della banca centrale. Così conclude il suo studio l'ISI, dicendo che mentre appare ovvio che ogni recessione precedente sia stata preceduta da una fase catalogabile come soft-landing, per l'interazione di fattori ancora positivi che compensano altri più avanti e già orientati negativamente, la coincidenza rilevante in questa fase del mercato immobiliare in crisi, riduce di molto le già modeste probabilità di rallentamento solo temporaneo del ciclo economico.

Dunque l'investitore potrà scegliere se seguire la retorica delle banche centrali che si dicono prevalentemente tranquille sulla tenuta del ciclo economico, e piuttosto preoccupate soltanto delle spirali inflazionistiche, oppure, ispirarsi a quella strumentale di media asserviti agli interessi commerciali di Wall Street e/o delle case di investimento, cioè guardando al futuro con inscalfibile fiducia e ottimismo, oppure profilarsi a una maggiore prudenza, nella prospettiva di un ciclo economico ancora fortemente influenzato positivamente all'evoluzione della crescita globale, dell'immensa liquidità ad esso connessa, alla capacità delle autorità di prevenire i rischi di un forte rallentamento, tutti comunque speranzosi nell'assenza di fattori esogeni impreveduti e negativi.

Alcune esperienze recenti però dovrebbero illuminare, in relazione al fatto:

- Che pur in presenza di una crescita elevata e globale, l'inizio secolo ha conosciuto comunque una veloce - quanto pesante - recessione, con caduta dei mercati azionari (2000)
- Che provare ad anticipare la fase recessiva - in base ai semplici fondamentali - ha nuociuto agli investitori negli anni più recenti
- Che, sin tanto che i tassi reali sono piatti e relativamente bassi (2-2,5%) a livello dei principali blocchi valutari, immaginare l'avvio di una recessione (in assenza di esogene) è una pratica difficile quanto inutile. Soltanto in presenza di un maggior premio (dal 3% in su si potrebbero cominciare a misurare fenomeni degenerativi accelerati).
- Che a causa della generalizzata compiacenza precedente, e della scarsa volatilità dei mercati, quando sono intervenute correzioni nelle borse (e non soltanto), la caduta di alcuni mercati è stata eccezionalmente elevata in un solo giorno (per incominciare), un elemento che rappresenta un simbolico segnale di allarme anticipatore di quello che potrebbe accadere allorquando dovesse ripetersi, anche in mercati grandi ed evoluti, prescindendo dalle caratteristiche di liquidità, efficienza, altro. Relativamente a tale rischio rimandiamo più avanti in relazione tecnica.

Gli utili aziendali e le valutazioni storiche

Oltre che per la semplice influenza della liquidità alla ricerca d'impiego, i listini azionari sono cresciuti - in questi anni dal 2002/2003 sino al 2006 – soprattutto grazie alla crescita dei profitti aziendali. Questo si è verificato per l'effetto congiunto di un ciclo economico espansivo, e per la capacità delle aziende di ristrutturarsi alla ricerca di maggiore efficienza. Dall'ottobre 2002 il rendimento atteso dei listini azionari è salito, dopo aver toccato un minimo assoluto di rendimento

nel 1999. Da allora, come sarà possibile osservare, il suo rendimento è stato sempre più attraente di quello misurabile in altre classi di strumenti come obbligazioni e titoli del tesoro, a breve come a medio lungo termine. Tuttavia, man mano che la sua redditività prospettica dovesse scendere o cambiare, gli investitori potrebbero coerentemente cambiare le loro preferenze.

Ancora oggi le attese sono per una espansione dei profitti, pur se a livello più moderato. Molto più moderato! Tuttavia, alcune riflessioni appaiono d'obbligo, anche perché sono alla base delle favorevoli aspettative che continuiamo a nutrire, circa le future evoluzioni del capitale di rischio.

Dire che una attesa di crescita dei profitti del 10% (esempio), da un livello precedente del 20%, rappresenti una contrazione del 50%, non può di per sé giustificare una coerente aspettativa riflessiva dei mercati azionari. Questo perché proprio i risultati precedenti rappresentavano un livello molto alto (eccezionale e sorprendente), alla cui formazione avevano contribuito fattori congiunturali altrettanto straordinari: il costo del denaro eccezionalmente modesto, una domanda di beni e servizi estremamente elevata, i primi frutti delle ristrutturazioni sul fronte del contenimento dei costi, prima ancora che fossero dispiegati nuovi investimenti, acquisizioni, buy-back, ecc.

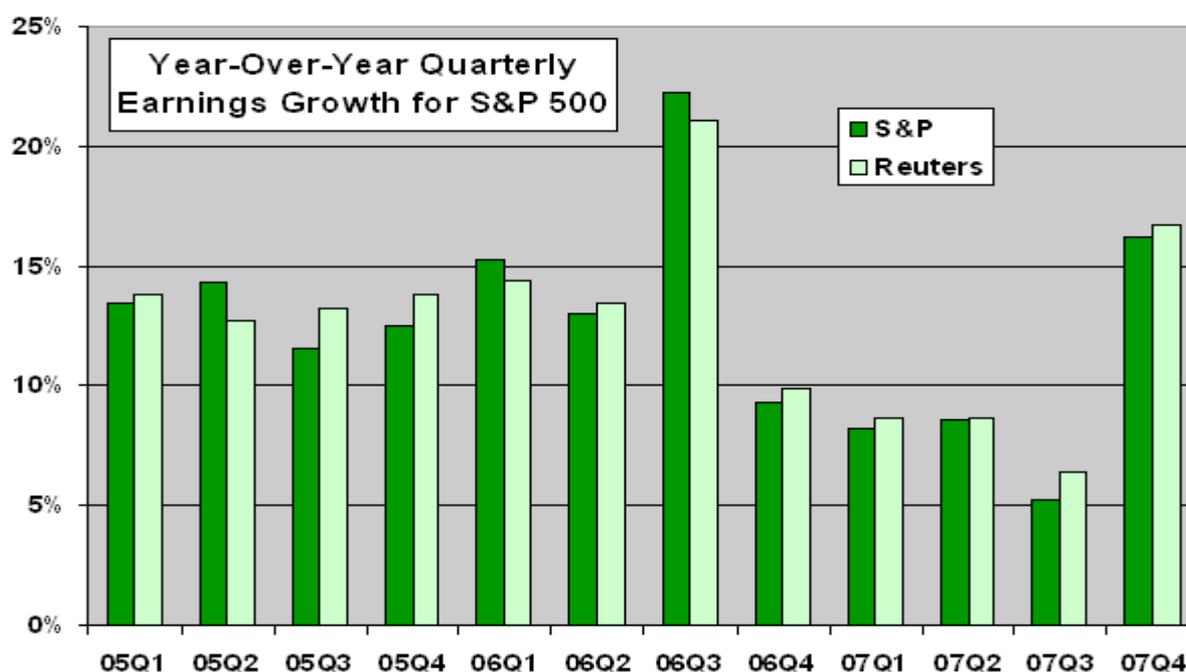
Su questa dinamica avevano pesato, tendenzialmente, il forte rialzo dei costi energetici e delle materie prime, oltre che naturalmente il maggior costo del denaro. Questi fattori - attualmente - stanno regredendo parzialmente, ma a causa dei meccanismi di approvvigionamento (e di copertura) c'è bisogno di tempo perché altresì gli stessi possano mostrare - in questa nuova fase - un effetto correlatamente positivo. In sintesi, se non tutti i rialzi (di tassi e materie) hanno finito per pesare nella loro evoluzione sfavorevole, appare logico ora che in modo altrettanto lento si misurino favorevoli effetti opposti.

Inoltre, appare evidente che statisticamente man mano che cresca il monte profitti aggregato, anche a parità di crescita degli utili in valore assoluto, la sua incidenza tenda progressivamente a decrescere. Così l'attuale caduta degli utili attesi non è detto debba riflettersi automaticamente sulle quotazioni azionarie. Infine, proprio per il fatto che mentre in passato gli utili avevano raggiunto e mantenuto a lungo un livello eccezionalmente elevato, mentre le quotazioni stentassero ad adeguarsi coerentemente, appare plausibile interpretare l'attuale evoluzione positiva dei listini, quale rettifica di una passata sottovalutazione relativa, una azione di adeguamento a tratti impetuosa ma per l'effetto di variabili tecniche e stagionali, oppure legate alla ricerca di insaziabile maggiore rendimento della liquidità, piuttosto che esito implicito e congiunturale di maggiori attese future.

Queste circostanze (la presenza di fattori divergenti), di una attesa degli utili al ribasso e di contestuale salita dei listini, disorientano il mercato e soprattutto fuorviano il sentiment degli operatori economici. Ma, al di là delle dinamiche e delle prospettive, siamo del parere che esista una fase tardiva dell'evoluzione dei prezzi finanziari nella quale taluni fanno qualche cosa (comprare o vendere) a prescindere dalle prospettive, e questo soltanto perché il resto del mercato lo fa (il cosiddetto effetto "branco), nel timore inconscio di "perdere un treno", o "rimanere con il cerino in mano" a seconda della direzione del trend sottostante.

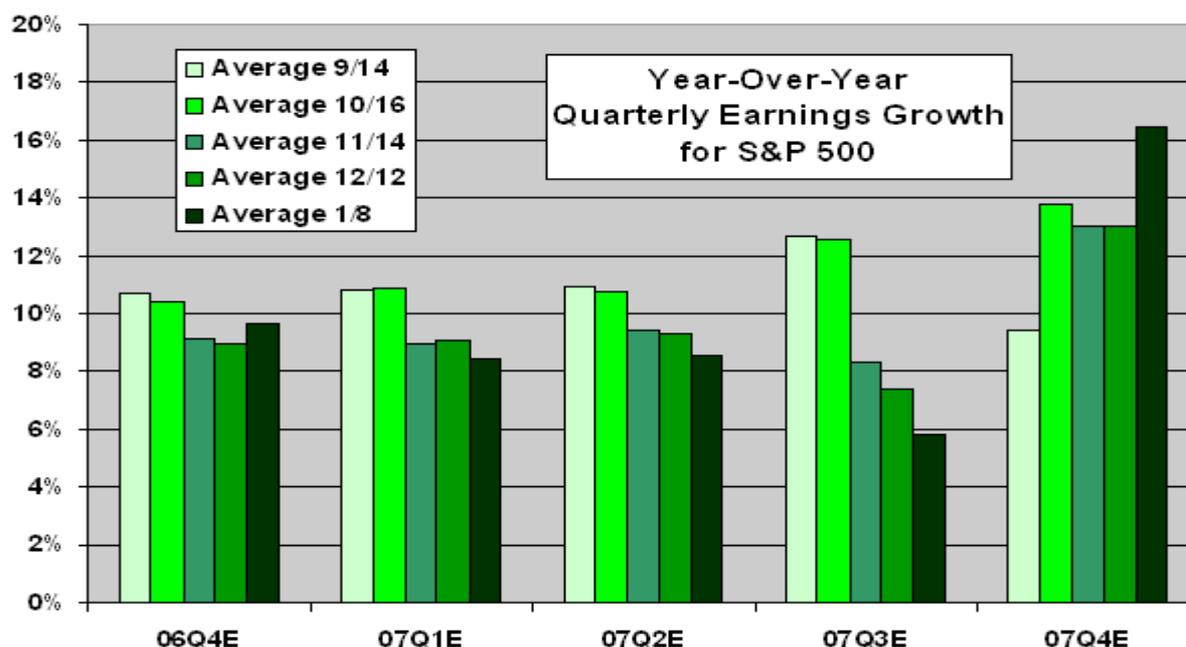
Tornando però ai presupposti fondamentali, sappiamo che le quotazioni rappresentano l'attualizzazione dei prezzi agli utili futuri, in relazione ai tassi-rendimenti attuali e prospettici.

Negli ultimi mesi l'evoluzione delle stime è dapprima risultata estremamente prudente o al ribasso, e poi gradualmente rivista al rialzo, man mano che si diffondevano esiti migliori del previsto, e soprattutto man mano che miglioravano le condizioni climatiche e petrolifere.



Risultati e previsioni utili trimestrali società dello S&P500

Lo zenith degli utili attesi ha trovato la sua realizzazione nel 3° trimestre 2006, vedendo crollare le stime per i successivi quattro trimestri a livelli inferiori al 10%, ovvero sotto le medie recenti, dal picco del 21-22%, stimando un sostanziale ripresa nelle prospettive soltanto dal 4° trimestre 2007. Si potrebbe dire che gli analisti (e le aziende) prevedano un calo della redditività per circa 12 mesi, coerentemente al rallentamento economico globale atteso, e a quello statunitense influenzato da un minor apporto statale e immobiliare (soft-landing).



Aggiornamenti sequenziali utili trimestrali società dello S&P500

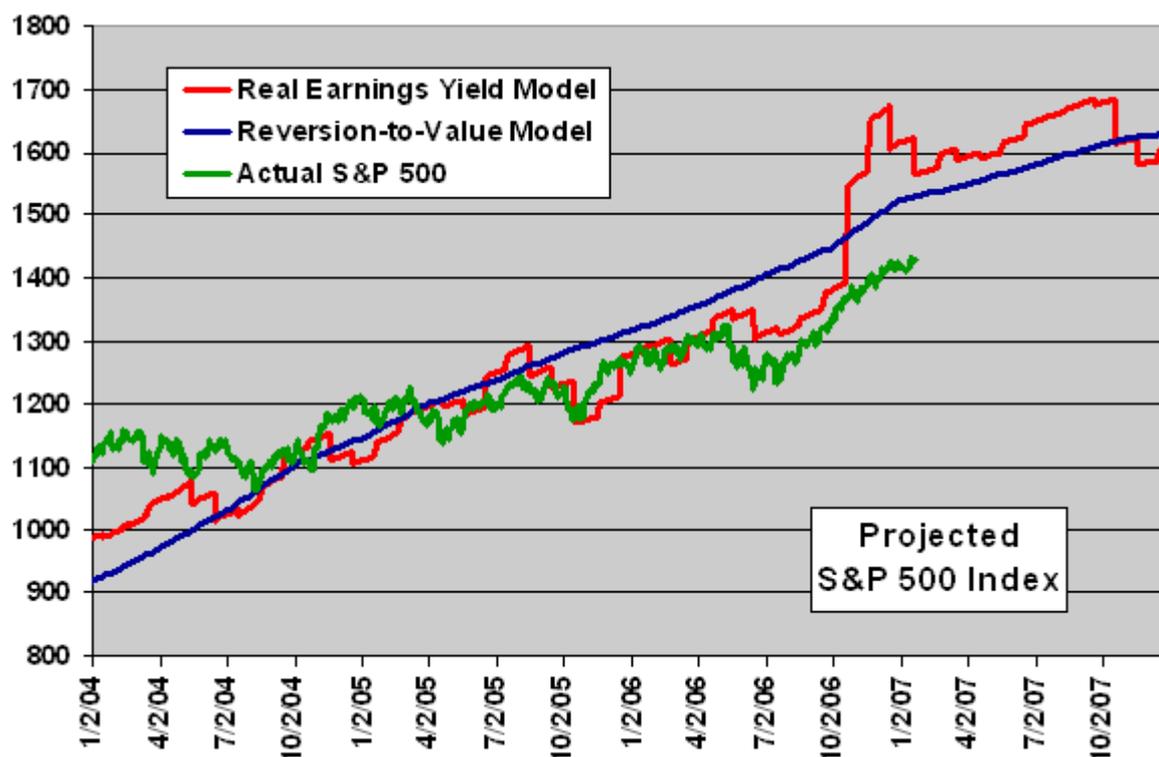
Publicazione redatta a cura di A.M.U. div. Analisi & Ricerca.
 Il documento non costituisce sollecitazione al pubblico risparmio.
 Attività regolamentata dalla direttiva Comunitaria n° 93/22

In termini sequenziali, è dal mese di settembre, e per tutto il 4° trimestre 2006, che gli analisti hanno progressivamente adeguato al ribasso le loro stime. Soltanto a cavallo del fine anno (da inizio dicembre) è cambiato qualche cosa: man mano che trapelavano informazioni positive sul fronte delle dinamiche commerciali natalizie, e in relazione alle forte dinamiche stagionali dell'anno precedente, per il 2007 gli analisti hanno disegnato uno scenario di contrazione dei profitti al ribasso verso un livello minimo che (anno/ anno) dovrebbe segnare un bottom nel 3° trimestre 2007, per poi rimbalzare nel 4° trimestre; una stima che evidentemente - non solo - sembra confermarsi di tendenza, quanto divaricarsi al tendere del tempo. Elusi gli influenti confronti statistici, tali prospettive sembrano trovare giustificazione nel fatto che, soltanto nella seconda parte del 2007 la comunità finanziaria ritenga proponibile il beneficio di una politica monetaria espansiva e/o commerciale.

Dalle ultime stime raccolte in ordine di tempo (8 gennaio), notiamo una aspettativa di utile in crescita tra 6 ed il 10%, ovvero molto al di sotto di quella misurata nel 3° trimestre 2006, e sulla quale - a livello aggregato - aveva beneficiato degli utili connessi al settore delle materie prime, ora in forte rettifica.

Da un tale scenario sarebbe lecito dunque attendersi derivi una fase incerta e riflessiva, connessa a una flessione degli utili attesi. Tuttavia, altri elementi questa volta favorevoli potrebbero svolgere azione di sostegno e rivalutazione. Alcuni sono già "attivi", altri potenzialmente fruibili.

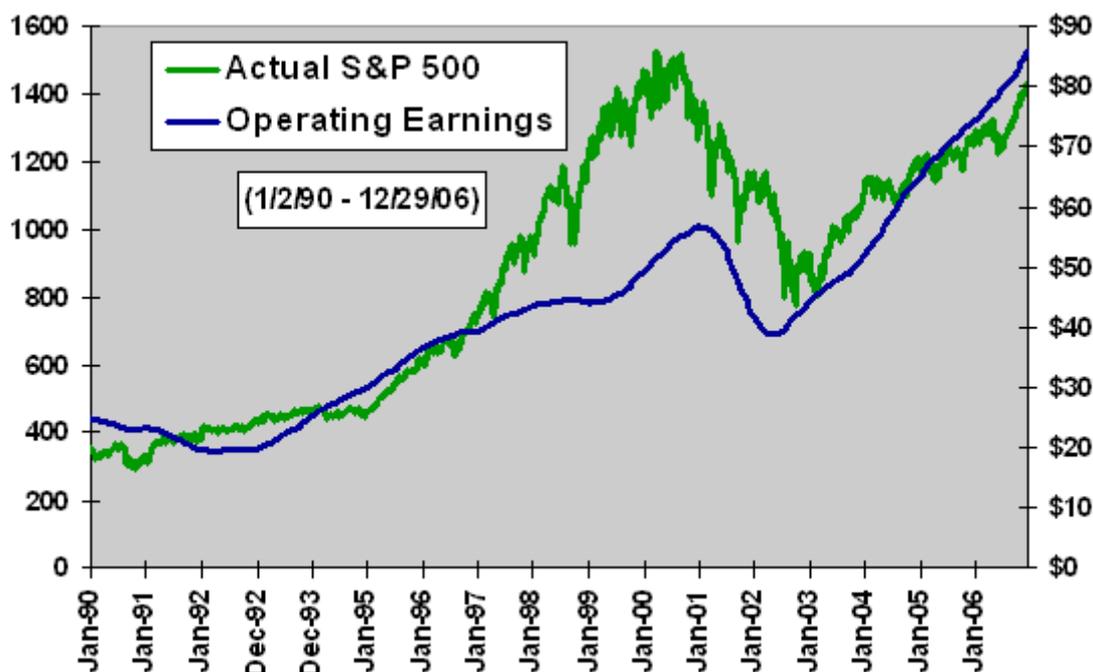
Tra i primi segnaliamo l'inflazione, che supporta l'attesa di rendimenti reali più elevati; il secondo è potenzialmente legato al fatto che qualora la banca centrale mutasse indirizzo di politica monetaria, le aziende conterebbero su minori oneri finanziari, e probabilmente da una discesa dei rendimenti obbligazionari deriverebbe maggiore preferenza per quelli azionari.



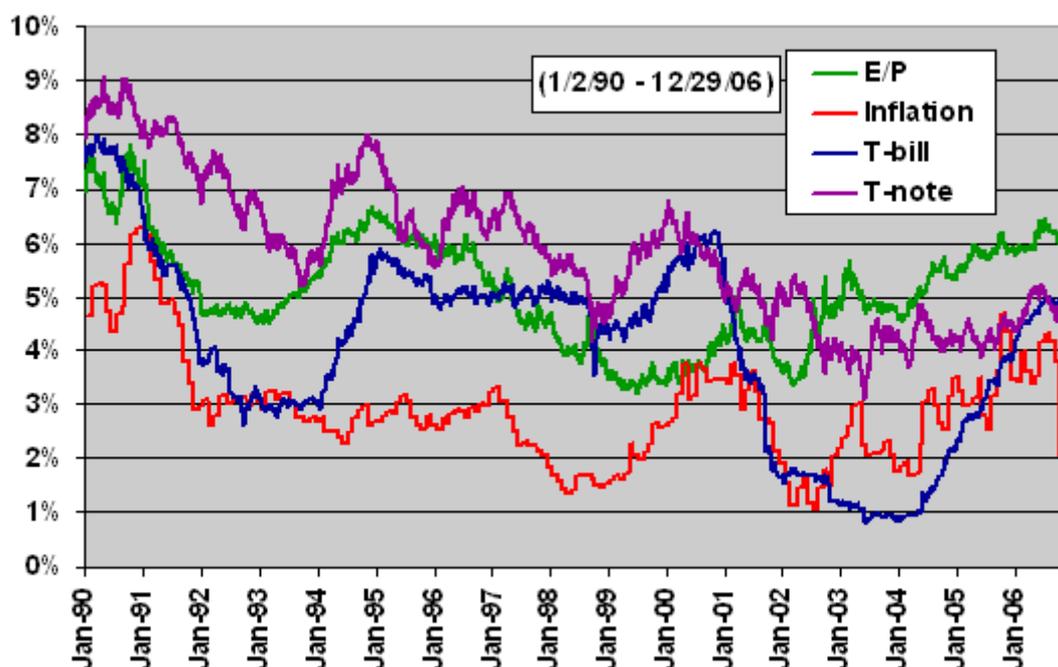
Nel medio periodo le quotazioni azionarie seguono le proiezioni fondamentali o gli indici di redditività reale

L'inflazione, dopo un picco a cavallo degli uragani nella seconda parte del 2005, cui sono seguiti circa 6 mesi di stazionamento su livelli elevati nella prima parte del 2006, ha subito un forte calo (di recente anche un leggero rialzo), una tendenza che ha specularmente rivalutato al rialzo il valore delle quotazioni azionari prospettive reali e fondamentali.

Così ad esempio, mentre l'indice S&P500 quota intorno a un valore di 1.418,00 (29/12/2006), la sua attualizzazione agli utili attesi e all'inflazione corrente, giustificherebbe una proiezione dello stesso ad un valore di 1.600-1.630 per la fine del 2007 (sconto del 15% circa).



Mentre l'indice S&P500 non ha realizzato nuovi massimi storici, i fondamentali sono ad un livello sensibilmente superiore a quello dei massimi del 2000



RENDIMENTO AZIONARIO ATTESO (VERDE)

INFLAZIONE (ROSSO)

RENDIMENTO ATTESO TITOLI DEL TESORO 10-y

RENDIMENTO ATTESO TITOLI DEL TESORO 3-m

Il rendimento delle azioni si evolve di concerto agli andamenti degli utili e delle quotazioni. Dall'osservazione del grafico possiamo notare alcune cruciali evoluzioni:

- a far data dal 1990 (periodo considerato) mai come oggi il rendimento reale delle azioni che compongono lo S&P 500 è stato più elevato (E/P meno Inflation);
- che, è dal 2002 che il rendimento delle azioni supera quello dei titoli a reddito fisso, a breve come a lungo periodo (T-bill e T-note);
- che, allorché il rendimento (dopo il minimo assoluto del 1999) è diventato in termini reali nullo (nel 2000) le borse hanno cominciato ad avviare la fase ribassista, ciclo che poi trovò un suo "bottom" appunto nel 2002 quando, pur a parità di rendimento delle azioni (rendimento 1999 = rendimento 2002) la caduta dell'inflazione ai minimi ne ripristinò un premio reale e, una connessa attrazione;
- che in passato, il rendimento obbligazionario è stato mediamente più elevato di quello azionario;
- che, quando nel 2000 i rendimenti a breve termine (T-bill) superarono quelli a lungo termine (T-note) generando l'ultima "curva invertita" (prima di quella attuale) le borse generarono il top del 2000;
- che, dopo una fase di rialzo dei tassi, i rendimenti azionari tendano a scendere, così come l'inflazione;
- che, sulla base di questa circostanza, è immaginabile una analoga futura evoluzione;
- che tuttavia, questa eventualità non è detto che automaticamente determini una discesa del listino azionario. Nel periodo '95-2000 ad esempio, a fronte di una "universale" discesa dei rendimenti "azionari-reddito fisso", le borse inanellarono record su record e performance positive estremamente durevoli. La spiegazione

risiederebbe nel fatto che anche l'inflazione subì una evoluzione al ribasso, mantenendo inalterato per lungo tempo un premio di rendimento reale. Soltanto alla chiusura del premio i listini avviarono una "correzione";

- che, attualmente il livello di inflazione appare estremamente basso;
- che in genere i rendimenti obbligazionari salgono/scendono con i rendimenti azionari e con l'inflazione;
- che, nel lungo periodo tutto tende a convergere;
- che, attualmente si è ri-generata una curva invertita, ovvero con i rendimenti a breve termine (T-bill) che superano quelli a lungo termine (T-note)
- infine che, provando idealmente ad isolare i picchi assoluti sequenziali di tutti gli elementi osservati, gli unici che ha segnato con chiarezza una inversione (nuovi massimi rispetto al ciclo di massimi precedenti) sono i rendimenti azionari e l'inflazione.

E' noto che la valutazione dei mercati azionari sia influenzata dalla dinamica degli utili attesi, dall'inflazione, dai rendimenti a breve e medio termine. L'influenza positiva dei primi - come abbiamo visto - è stata a lungo sottovalutata (utili elevati per anni), mentre al contempo sopravvalutata l'influenza degli altri (l'inflazione e i tassi), determinando per anni un mercato stagnante.

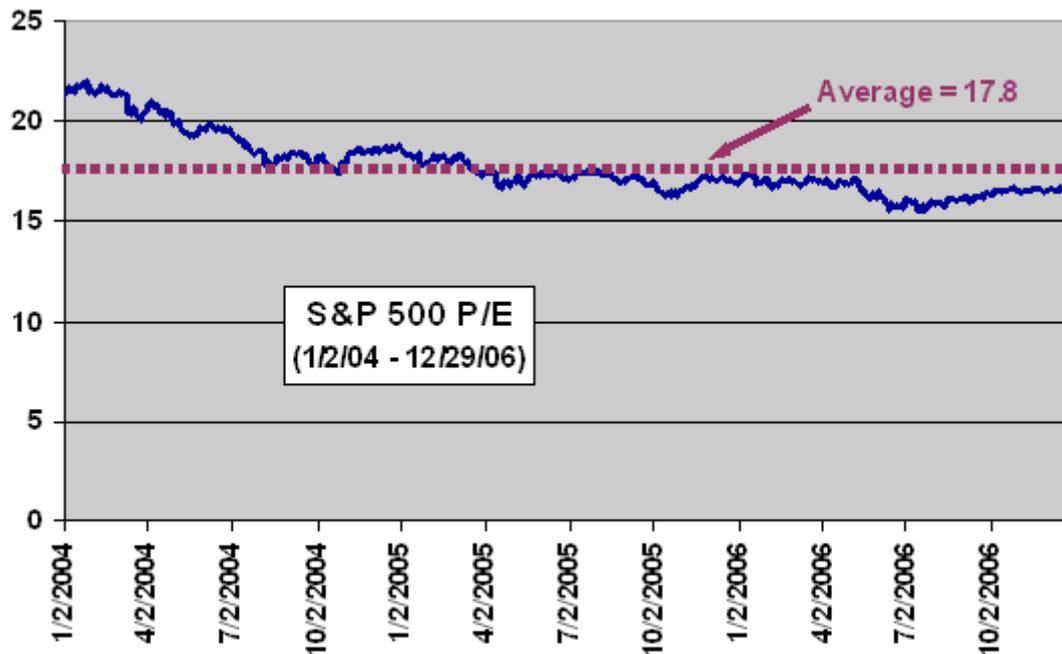
Tuttavia si sa che nel lungo periodo (e spesso repentinamente), quotazioni e fondamentali tendano a rettificarsi riconciliandosi, mentre nel breve fattori distorsivi deviano l'evoluzioni delle quotazioni dal **rendez-vous fondamentale**. Di recente, prospettiva di utili stabili, inflazione al ribasso, e tassi e rendimenti potenzialmente volti ad una inversione (dopo una stretta fortemente perdurante), congiuntamente hanno spinto gli investitori ad affrancarsi dai timori, prendere fiducia e, proiettare le quotazioni al di fuori (verso l'alto) dal range dei prezzi sperimentati .

Mentre il Dow Jones Ind. ha realizzato nuovi massimi storici, gli indici più grandi e compositi non sono riusciti a sconfinare a livelli inesplorati (nuovi massimi record). Da un rialzo delle quotazioni, in un contesto di utili stabili (o in rialzo come oggi) derivano un progressivo e correlato rialzo delle valutazioni fondamentali. Il pricing-earning (P/E) è - su basi storiche - l'indicatore più conosciuto e seguito per stimare una sopra-sotto valutazione del mercato. Attualmente, molti sostengono che le borse abbiano raggiunto livelli insostenibili, ovvero sarebbero già sopravvalutate (il rapporto tra prezzi e utili sarebbe troppo elevato).

In realtà, allargando l'orizzonte di osservazione a 15 anni, si può notare che a fronte di una media storica di P/E a 20,30 (cioè occorrerebbero poco più di 20 anni perché gli utili ripaghino un investimento iniziale nell'indice azionario S&P 500), in effetti l'attuale P/E di 16,5 mostra ancora una significativa sotto-valutazione.



Ma, anche restringendo l'orizzonte di misurazione a soli 3 anni, per tenere conto dell'effetto recente di un rialzo delle quotazioni (che sarebbe alla base delle presunte sopravvalutazioni), il P/E attuale si confronterebbe con una media di 17,8.



Sulla base di queste considerazioni dunque, pronosticare un ribasso delle quotazioni esclusivamente legato alla revisione attuale dei profitti appare una ipotesi inconsistente, su basi storiche statistiche, e tenuto conto che dal confronto del rendimento atteso tra azioni e titoli del tesoro, con le prime che mostrano tuttora un extra-rendimento assoluto di poco più dell'1%, spread che in assenza di fattori nuovi, supporta la tenuta del mercato nei momenti di contrazione delle quotazioni.