

Global Multi-Asset Group – Weekly Strategy Report

- **Mercato del lavoro statunitense: non tutto il male viene per nuocere?**
- **Mercato immobiliare britannico: stesso film, stesso finale**
- **La tesi a sostegno di un innalzamento del livello di rischio**
- **Il grafico della settimana. I prezzi delle abitazioni nel Regno Unito toccano livelli elevati**

Tavola 1: Variazioni dalla scorsa settimana (28 marzo – 4 aprile)

| | Mercato Azionario | Obblig. a 10 anni (pb) | Valute pond. per interscambio |
|-------------|-------------------|------------------------|-------------------------------|
| Stati Uniti | 4.3% | 3 | 0.4% |
| Area Euro | 3.8% | 1 | 0.1% |
| Regno Unito | 4.4% | 4 | 0.3% |
| Giappone | 3.8% | 7 | -1.8% |
| Hong Kong | 3.3% | - | 0.1% |

Fonte: Bloomberg

GRAFICO DELLA SETTIMANA

Il nostro grafico della settimana mostra il rapporto tra prezzi delle abitazioni e redditi nel Regno Unito dal 1945 e indica che le valutazioni sono attualmente su livelli elevati, raggiunti solo altre tre volte in precedenza. L'esperienza passata suggerisce che probabilmente i prezzi subiranno una flessione in termini reali nei prossimi anni.

Mercato del lavoro statunitense: non tutto il male viene per nuocere?

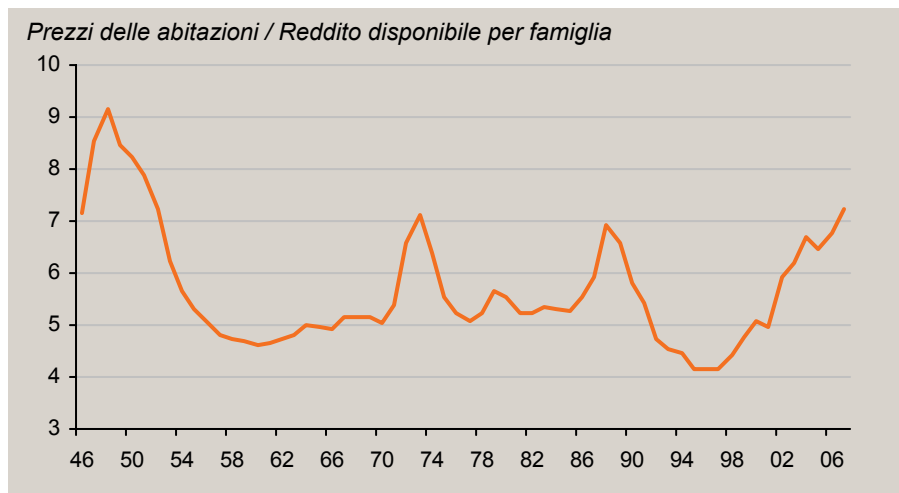
Il rapporto occupazionale di venerdì si è rivelato disastroso, con una contrazione di 80.000 unità del numero dei posti di lavoro nel settore non agricolo – il terzo calo consecutivo. Questo risultato, giunto sulla scia dell'aumento a quota 400.000 delle richieste di sussidi di disoccupazione annunciato a inizio settimana, ha sostanzialmente confermato che gli Stati Uniti sono in recessione.

La situazione, quindi, al momento è chiaramente preoccupante. Tuttavia, dal punto di vista del mercato, il messaggio che giunge dall'esperienza passata appare più rassicurante. Se tre mesi consecutivi di riduzioni del numero degli occupati possono confermare che è in corso una recessione, è anche vero che in passato dinamiche simili hanno preceduto periodi caratterizzati da discreti rendimenti di mercato negli Stati Uniti. Guardando ai 14 casi simili dal dopoguerra, le performance dell'indice sono state in media del 14% e 20% nei nove e dodici mesi successivi alla terza flessione dell'occupazione, con tassi di successo dell'86% e 93% rispettivamente. La ragione dei discreti rendimenti azionari a 9-12 mesi è da rintracciare probabilmente nel fatto che i dati sul mercato del lavoro tendono a essere un indicatore ritardato e saranno seguiti dalla spinta dell'allentamento monetario che darà poi impulso al listino azionario. La conclusione di questa analisi non è un fervido appello ad acquistare azioni statunitensi indiscriminatamente, ma l'indicazione che una marcata debolezza del mercato del lavoro non si traduce necessariamente in un totale pessimismo sulle prospettive delle azioni.

Mercato immobiliare britannico: stesso film, stesso finale. Benjamin Franklin ha dato una definizione di follia: fare sempre la stessa cosa aspettandosi risultati diversi. L'intuizione di Franklin echeggia nel momento in cui si delinea la presenza di una profonda vena di follia nel Regno Unito. È da molto tempo che siamo preoccupati per il rischio economico associato ai livelli record d'indebitamento del settore privato, al deterioramento dei bilanci familiari e alla politica monetaria eccessivamente restrittiva, fattori che potrebbero collettivamente causare una grave contrazione trainata dal mercato immobiliare. Un quadro simile, sebbene non identico, aveva preceduto il periodo di turbolenza economica dei primi anni '90. Un esito analogo nel 2008 rappresenta quindi un rischio reale.

I dati diffusi la scorsa settimana hanno mostrato che il Regno Unito sembra avviato verso un altro "atterraggio doloroso". I nuovi mutui approvati a febbraio sono stati 73.000, pari a un calo del 43% dal picco di novembre 2006, mentre la Banca d'Inghilterra ha avvertito che i problemi dei mercati creditizi e dei prestiti potrebbero aggravarsi. Ottenere finanziamenti per mutui ipotecari è invero sempre più difficile, il che suggerisce che l'elemento di sostegno alla domanda di abitazioni nel Regno Unito è venuto meno. I tassi interbancari a tre mesi sono

I prezzi delle abitazioni nel Regno Unito toccano livelli elevati



Fonte: Dresdner Kleinwort Research

Global Multi-Asset Group – Weekly Strategy Report

La settimana in corso

- **Stati Uniti:** martedì verrà diffuso il verbale della riunione di marzo del Fomc, il Comitato per le operazioni di mercato aperto della Federal Reserve, che dovrebbe svelare i dettagli della discussione sul taglio di 75 punti base e le opinioni del Comitato sulle prospettive di crescita. Nonostante l'impennata della scorsa settimana, le nuove richieste di sussidi di disoccupazione (in uscita giovedì) dovrebbero scendere a 365.000. L'indice sulla fiducia dei consumatori dell'università del Michigan (venerdì) è previsto in lieve calo a quota 69,0, dal 69,5 dello scorso mese.
- **Europa:** lunedì verrà pubblicato il dato sulla produzione industriale tedesca di febbraio, che dovrebbe essere diminuita dello 0,4% su base mensile, al 5,3% annuo. Il risultato definitivo sul Pil reale dell'area Euro del quarto trimestre, che verrà diffuso mercoledì, non dovrebbe scostarsi dalla stima preliminare dello 0,4% trimestrale. Giovedì la Bce lascerà probabilmente invariati al 4,0% i tassi d'interesse. Nel Regno Unito, la produzione industriale e manifatturiera (mercoledì) potrebbero mostrare rispettivamente un lievissimo incremento dello 0,1% mensile e un andamento piatto. Alla luce del recente deterioramento dell'economia, probabilmente giovedì la Banca d'Inghilterra ridurrà i tassi d'interesse.
- **Giappone:** nella riunione di mercoledì la Banca del Giappone non dovrebbe modificare la propria politica monetaria, con tassi fermi allo 0,5%. Gli ordini strutturali di macchinari di febbraio (in uscita giovedì) sono attesi in forte calo del 15,2% su base mensile, poiché è improbabile che si ripetano le circostanze alla base della crescita mensile del 19,6% di gennaio.

saliti di 50 punti base al 6% dalla fine di gennaio, a indicazione di un ulteriore irrigidimento dei mercati monetari, e vi sono segnali di deterioramento delle condizioni creditizie.

Ciò rende il paese ancora più vulnerabile, dato che il livello di sopravvalutazione del mercato immobiliare è in linea con i picchi precedenti (cfr. il grafico della settimana). È stato invero nientemeno che il Fmi a dichiarare che i prezzi delle case nel Regno Unito potrebbero attualmente eccedere il loro valore equo del 30%.

La Banca d'Inghilterra ha adottato un approccio di politica monetaria molto rigido, ma le cose stanno cambiando. La fiducia dei consumatori è scesa al livello più basso dal dicembre 1992, appena dopo l'uscita della sterlina dallo Sme, mentre secondo l'indice Nationwide i prezzi delle case stanno ora salendo al ritmo più lento dall'aprile 1996, pari a circa l'1,1% annuo. L'indagine Rics dei prezzi delle abitazioni ha mostrato che la differenza tra i partecipanti che hanno registrato una crescita e quelli che hanno segnalato una flessione è diminuita a -64%, il risultato peggiore da giugno 1990 e appena superiore al minimo assoluto per l'intera serie di dati trentennale. Alla luce del deterioramento delle finanze del settore pubblico, annunciato nella recente finanziaria, il governo dispone di un margine di manovra fiscale limitato nel caso in cui la situazione dovesse seriamente aggravarsi. La responsabilità è sulle spalle della Banca d'Inghilterra, che potrebbe essere costretta a tagliare i tassi d'interesse questa settimana.

La principale incertezza è come reagirà in futuro l'Istituto di Londra. Un'eventuale "conversione sulla via di Damasco" a favore di una politica di allentamento aggressiva deporrebbe a favore di un posizionamento in obbligazioni a breve scadenza, per beneficiare del calo dei tassi. L'ovvia vittima di un simile sviluppo sarebbe la sterlina, che si è però già notevolmente deprezzata rispetto a yen ed euro. In termini reali, la moneta del Regno Unito è attualmente oltre due deviazioni standard al di sotto delle proprie medie a cinque e dieci anni, un segnale di possibile sottovalutazione. Le azioni britanniche hanno lievemente sottoperformato i listini globali nel 2007 e a inizio 2008. Deteniamo una posizione di sottopeso nella classe di attivo, a fronte del rischio macroeconomico che si sta ora concretizzando, ma tale giudizio verrebbe messo alla prova in caso di importanti variazioni della politica monetaria. Il Regno Unito sta entrando in una fase decisiva, serve tenere d'occhio i prossimi sviluppi.

La tesi a sostegno di un innalzamento del livello di rischio. Uno rapporto circolato il 1° aprile mostrava come un noto "perma bear" si fosse finalmente deciso ad assumere un orientamento ultra-rialzista sulle azioni. Sebbene si sia trattato chiaramente di un pesce d'aprile, il tono di questo rapporto ci indica sino a che punto si sia affermata la mentalità ribassista. Ma i listini europei, quasi inosservati, hanno recuperato il 3%-6% dai minimi del 21-22 gennaio. Gli spread creditizi si sono ristretti, l'indice I-traxx Crossover è sceso di 70 punti base, a 482 punti base, nel corso della settimana, mentre i differenziali di rendimento negli Stati Uniti sono diminuiti di quasi 80 punti base dalla metà di marzo, all'attuale livello di 761 punti base. La differenza tra Fed Funds e rendimenti dei Treasury biennali si è intanto ristretta di altri 42 punti base rispetto al picco di 190 punti base di gennaio. L'unica nota stonata è l'inasprimento del mercato interbancario, dove il gap tra tassi interbancari e ufficiali si sta nuovamente ampliando, un trend che potrebbe però esaurirsi ora che è iniziato un nuovo trimestre.

La domanda che si ci pone è se i mercati offrano un ulteriore potenziale di rialzo. Secondo alcuni investitori, uno degli aspetti positivi dei recenti sviluppi è stato l'apparente impegno della Fed a fare tutto il necessario per risolvere la crisi del credito e ridare impulso all'attività. Inoltre, fiducia e propensione al rischio rimangono scarse e gli operatori detengono ingenti livelli di liquidità. Ma questi fattori favorevoli sono compensati dal deterioramento del momentum degli utili e dell'ampiezza del mercato, mentre i corporate insider sono diventati venditori netti. Ciò suggerisce che il mercato potrebbe presentare un ulteriore potenziale di rialzo, ma gli investitori non dovrebbero lasciarsi trasportare dall'entusiasmo. È il momento di accrescere il rischio, ma siamo ben lontani dall'assumere un orientamento rialzista sui listini azionari. Manteniamo una posizione neutrale nel comparto azionario rispetto a quello obbligazionario.

Il presente documento è redatto a cura del Global Multi Asset Group di JPMorgan Asset Management.

Le previsioni espresse nel presente documento rappresentano il parere degli autori alla data di pubblicazione e non costituiscono una raccomandazione di acquisto o di vendita di qualsiasi strumento. Documento di JPMorgan Asset Management, via Catena 4, Milano – Italia.