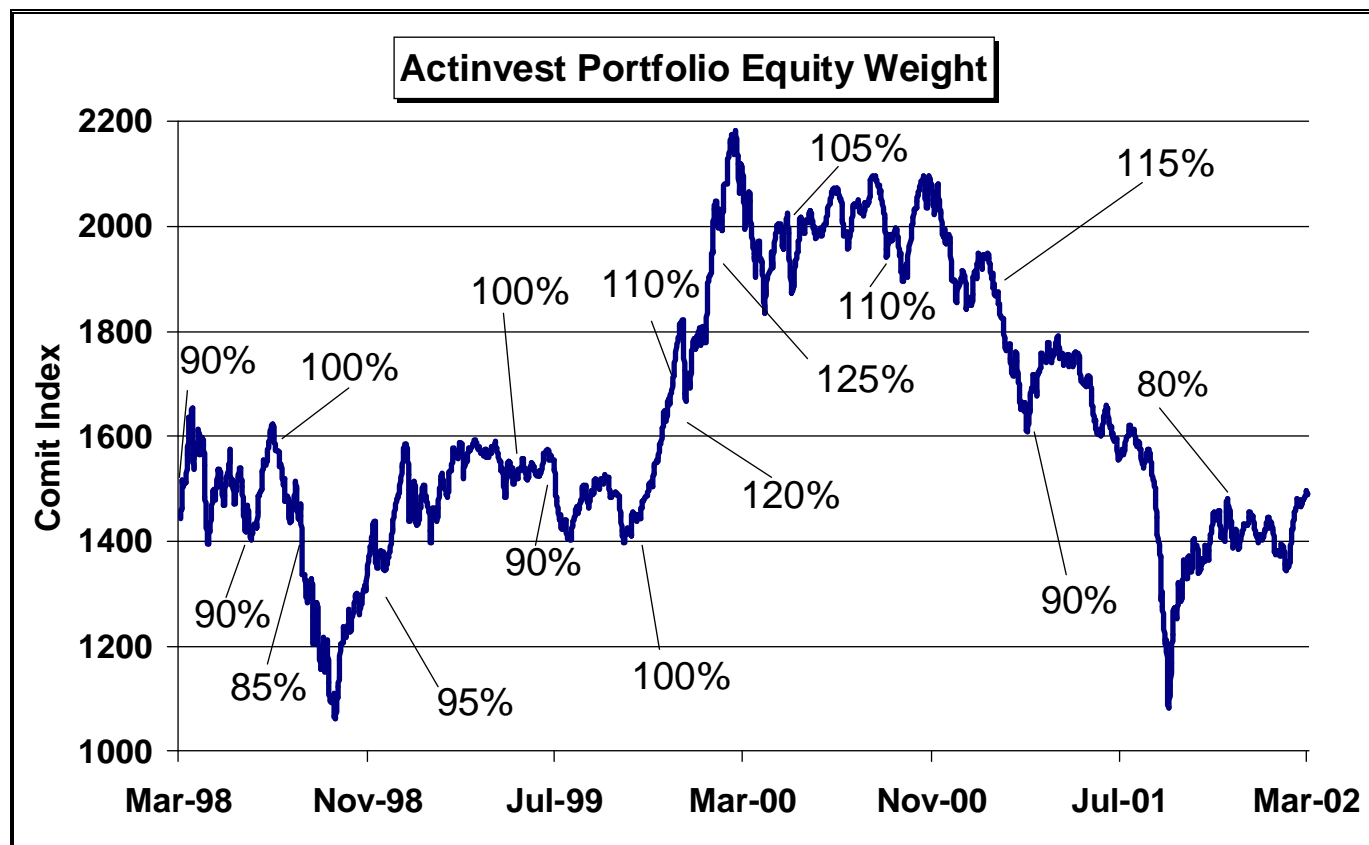




Actinvest Strategic Report

Fabio Basagni
CEO
Actinvest Group Ltd.
London

www.actinvest.com



Siamo vicini a soglie tecniche importanti che, se oltrepassate, secondo alcuni osservatori aprono orizzonti rialzisti di medio-termine sui mercati europei e statunitensi. Noi tuttavia preferiamo per il momento restare ancora sottopeso sui mercati azionari perchè esiste ancora il rischio che i recenti progressi siano di breve durata.

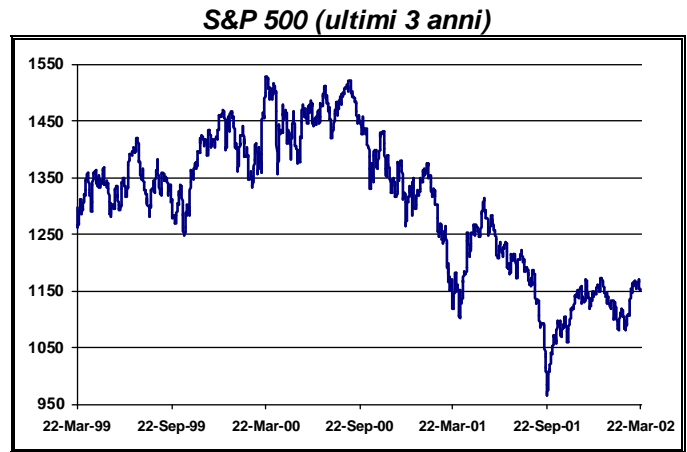
Confermiamo quindi di rimanere all'80% del cosiddetto peso "neutro", o in altri termini siamo sottopeso per circa il 20% nei confronti del mercato azionario italiano. Questa posizione di moderata "leggerezza" ci consente di scontare le incertezze ancora presenti senza essere troppo disallineati dal mercato se esso dovesse improvvisamente acquisire forza di lungo termine. Cosa di cui dubitiamo.

I "drivers" di questa situazione, purtroppo ancora contraddittori, sono ancora i seguenti :

- Assistiamo ad una forte espansione della **massa monetaria americana**. Essa sta crescendo in un range del 12-15% annualizzato, un trend molto forte che tuttavia non si traduce in un altrettanto forte aumento del credito al settore privato.
- Nonostante questa forte espansione di liquidità, certamente pilotata dalla Fed, le prospettive del PIL americano per il 2002, secondo il Fondo Monetario Internazionale, sono attorno al 1.7%, un ritmo decisamente non soddisfacente.



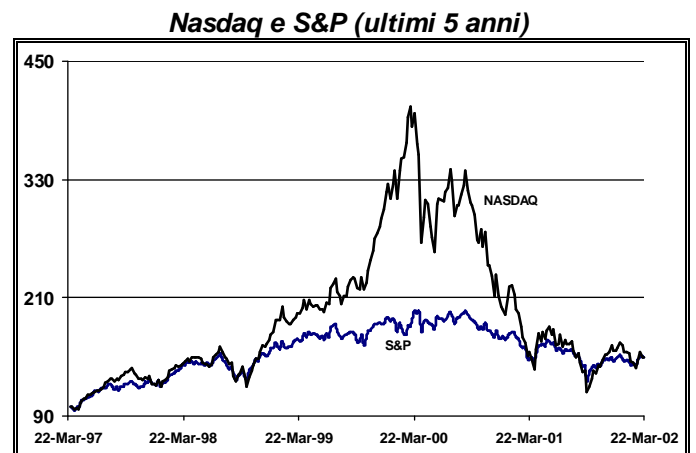
- È il settore pubblico americano e non quello privato a prendere a prestito dalle istituzioni finanziarie, tanto è vero che verso la fine del 2002 il bilancio federale tornerà in deficit dopo anni di surplus.
- La massa monetaria USA aumenta anche a causa di un incremento della domanda di liquidità del pubblico. I consumi privati sembrano ancora reggere, finanziati da questa politica di forte liquidità, ma si mantengono prudenti date le aspettative di occupazione non esaltanti.
- Alcuni analisti notano segni di un miglioramento delle aspettative in taluni settori tradizionali, come ad esempio la crescita di nuove costruzioni familiari, tradizionale indicatore di fiducia, ma potrebbe trattarsi di una reazione allo shock dell'11 Settembre 2001.
- Più decisivo è il ciclo degli investimenti "produttivi" nell'industria manifatturiera. Esso è ancora recessivo. Ci vorrà ancora tempo, probabilmente ancora 1 anno, per assorbire l'eccesso di investimenti e la sovracapacità produttiva degli anni 90.



Fonte: Bloomberg

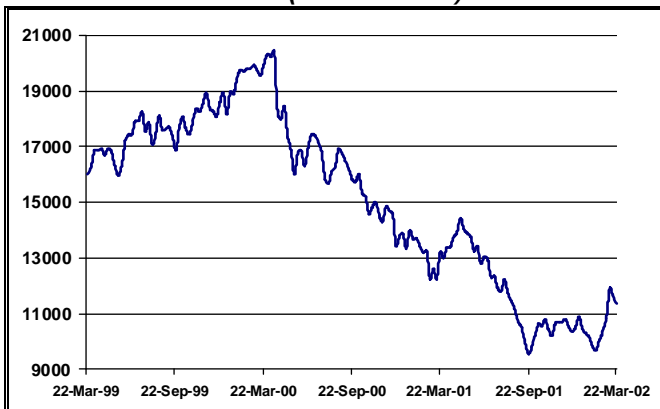
Licenziamenti massicci sono probabili negli USA ancora per tutto il 2002 il che non aumenterà il reddito disponibile per la media famiglia americana e manterrà la crescita dell'economia sotto il suo potenziale per tutto l'anno in corso.

- Su questo sfondo i **mercati azionari USA** ci sembrano in posizione ancora incerta. Gli earnings prospects dei major markets per il 2002 sono infatti molto più contenuti di quello che poteva prevedersi solo quattro mesi fa. Pur se le prospettive fondamentali del settore TMT e dell' internet stanno lentamente stabilizzandosi, il Nasdaq in particolare potrebbe ancora essere soggetto a forti cali date le negative prospettive reddituali del 90% delle società che lo compongono .
- Il caso Enron, con le sue concatenazioni su altri settori (accounting/ revisione e bancario) è un freno ad una ripresa esuberante. Quanti casi Enron ci sono sotto la cenere sia negli USA che in Europa? La domanda non ha veloce risoluzione ovviamente ed i mercati ne terranno conto.



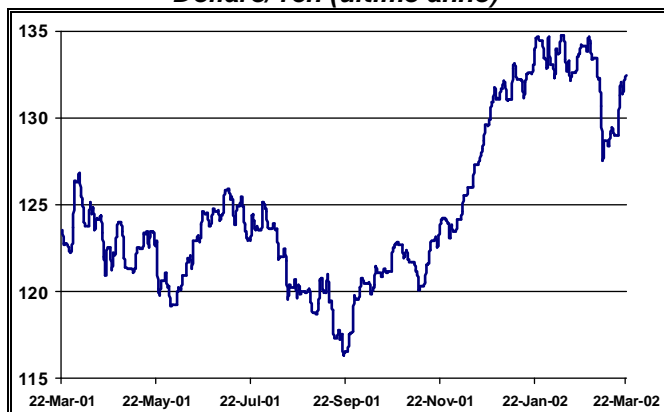
Fonte: Bloomberg

Nikkei (ultimi 3 anni)



Fonte: Bloomberg

- Continuiamo a ritenere che per la struttura dell'economia mondiale il maggior pericolo viene dall'Asia. La **recessione economica Giapponese** si accompagna ad una profonda crisi del sistema finanziario e ad una pervicace immobilità del sistema politico-istituzionale. Una situazione "argentina" ma che a differenza di essa il mondo occidentale non può lasciar deteriorare all'infinito.
- La crescita della massa monetaria giapponese in questi ultimi tre mesi sta risalendo la china (dall'1 al 4% annualizzato), ma il credito al settore privato si sta tuttora contraendo (-5% annualizzato da circa due anni) ed è fonte di grave preoccupazione perchè è limitato dalla sfiducia dei consumatori e dalla fragilità del sistema bancario.

Dollaro/Yen (ultimo anno)

Fonte: Bloomberg

- Il mercato azionario Giapponese ha avuto una buona performance nei primi tre mesi dell'anno ma questo è un accadimento annuale e stagionale. L'anno fiscale in Giappone termina il 31 Marzo ed i corsi sono di solito manipolati nei mesi precedenti al fine di migliorare i bilanci delle istituzioni investitrici. Dopodichè il mercato si inverte o ristagna fino a nuovo ordine.

- Ne consegue che nell' ottica di guadagnare tempo per trovare una soluzione economico-politica strutturale, lo Yen potrà essere lasciato slittare oltre la quota "miliare" di 133 yen x dollaro e verso quota 150-160 allo scopo di consentire alle esportazioni giapponesi di esercitare un'azione traente. Questo potrebbe far guadagnare un anno alle autorità ma rischia

di destabilizzare i rapporti economici all'interno dell'Asia, con una Cina sempre più impaziente e conscia del suo peso, e delle sue necessità di spazio economico a livello mondiale.

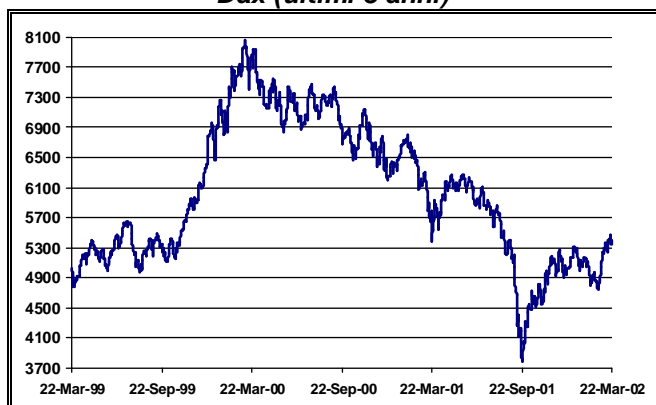
- In **Europa**, la massa monetaria sta crescendo al 6% annuo (ben al di sopra del target di 4.5% della Banca Centrale Europea) , ma anche qui soprattutto a causa del maggior indebitamento di tutte le amministrazioni pubbliche, prima fra tutte quella tedesca.

- Non c'è alcun dubbio che il nuovo atteggiamento politico del governo di Bonn nei confronti dei meccanismi di controllo dei parametri di Maastricht ed i numeri economici tedeschi, ancora fiacchi, hanno indebolito l'Euro, pur se nelle ultime settimane assistiamo ad un leggero recupero.

- Molto dipenderà dal differenziale di crescita tra l'economia USA e quella Europea nel primo semestre 2002. Se la crescita USA resterà effettivamente bassa (sotto il 2% annuale) con un tasso di crescita Europeo simile a questo, allora prevediamo un Euro che sale di almeno 5% in corso d'anno.

Euro/Dollaro (ultimi 3 anni)

Fonte: Bloomberg

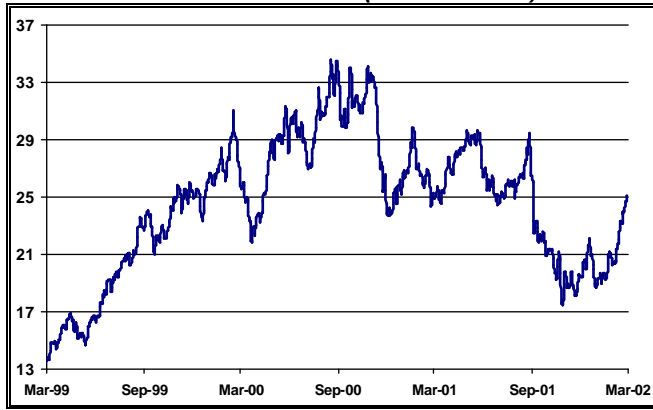
Dax (ultimi 3 anni)

Fonte: Bloomberg

- Alla luce dei recenti sviluppi tedeschi (bassa crescita, alta disoccupazione, alto deficit pubblico) uno spartiacque fondamentale sono le elezioni tedesche di fine Settembre, il cui esito però potrebbe aprire scenari ancora non facili da decifrare (È Stoiber più liberista e market-friendly di Schroeder ?).

- Il mercato azionario tedesco ci sembra a rischio, sia per le prospettive politico-sociali interne sia per il fatto che tratta attualmente ad un P/E più alto del 20%, e quindi meno competitivo, rispetto a quello francese e italiano e con prospettive meno floride di crescita economica di corto-medio termine.

Brent Crude Index (ultimi 3 anni)



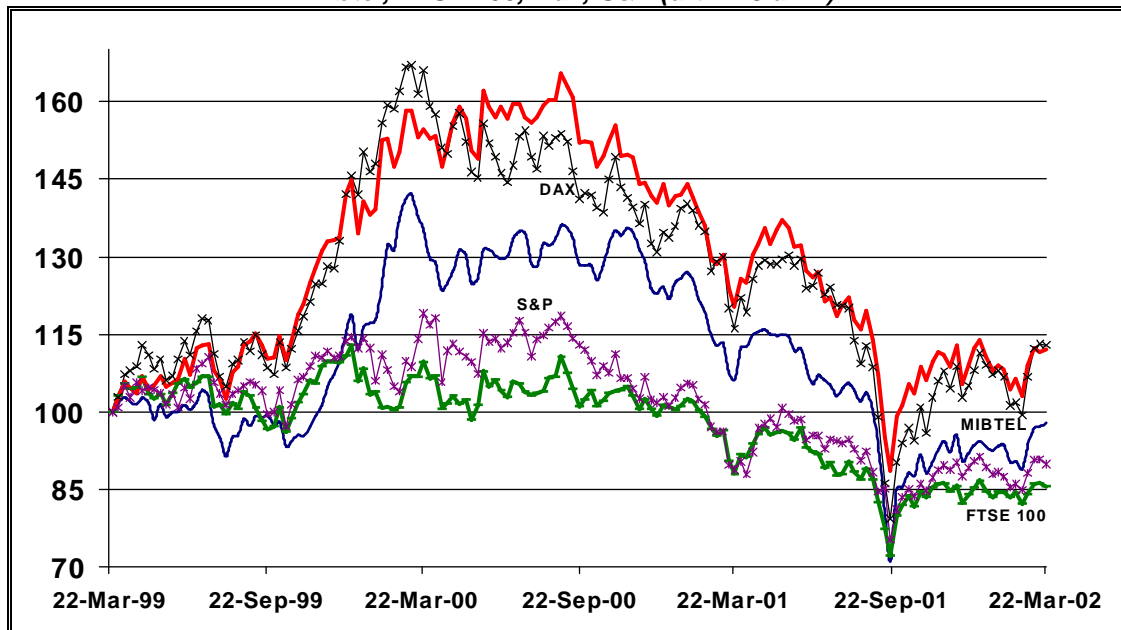
Fonte: Bloomberg

- A prescindere dal valore della moneta, se l'Europa quest'anno riuscirà a sventare la recessione, la crescita sarà comunque molto moderata perchè i consumi privati interni e gli investimenti produttivi sono ancora cauti alla luce degli sviluppi internazionali e delle politiche di riaggiustamento finanziario degli ultimi 8 anni. La Germania è in questo momento il maggior peso morto, disperatamente bisognoso di nuovi impulsi.
- A differenza della Federal Reserve che ha usato quasi tutta la sua leva monetaria, la **BCE** ha ancora spazio per tagliare i tassi nel primo semestre del 2002 se la crescita non si materializzasse. Nonostante un certo aumento

dell'inflazione interna in Europa l'andamento dei prezzi petroliferi nei prossimi 3 mesi non dovrebbe presentare grossi fattori di rischio (a meno di una campagna militare americana in Irak).

- Quest'ultima è una situazione da monitorare attentamente perchè avrebbe implicazioni geo-politiche e finanziarie di portata storica, tali da sconvolgere qualsiasi scenario previsivo. Certamente, una campagna di questo genere avrebbe dei tempi di preparazione di 6-12 mesi , quindi avremo il tempo di "aggiustare i nostri cannocchiali"
- L'**Italia** non potrà avere una dinamica di crescita diversa da quella degli altri paesi europei, ma le sue condizioni strutturali (dopo 8 anni di sacrifici) sembrano essere migliori di quelle tedesche, gravate ancora massicciamente dai costi dell'unificazione e dalla disoccupazione risultante.
- Il **mercato azionario italiano** è "impallato" ed in attesa di spunti dall'esterno (che però rischiano di essere negativi). Il governo dell'economia mostra, infatti, segni contraddittori. Da un lato, si notano continui sforzi di offrire qualcosa di specifico a tutte le categorie elettoralmente rilevanti. Dall'altro sembra incalzante il tentativo di attuare una svolta "thatcheriana" e scardinare il potere contrattuale dei sindacati.

Mibtel, FTSE 100, Dax, S&P (ultimi 3 anni)



Fonte: Bloomberg

- Il disgustoso omicidio del Prof. Biagi è opera di menti diaboliche che probabilmente hanno come obiettivo una forte interferenza sul tradizionale confronto tra le varie parti sociali. A ben guardare l'atto sembra voler colpire, di fronte all'opinione pubblica, quella parte del sindacato che si oppone alle proposte di riforma del mercato del lavoro finora avanzate dal governo. Un fatto che ha molti livelli di effetti e di intenzioni, tutti indegni di un Paese avanzato.
- Tra le due politiche ed i due modelli (Thatcher o Andreotti?) citati più sopra vedremo quale alla fine prevarrà. La coalizione di maggioranza ospita piattaforme politiche diverse che prima o poi dovranno confrontarsi con le loro diversità . Nel frattempo il mercato sembra non credere, nei fatti, che il futuro sia particolarmente innovativo o tranquillo. Anche noi rimaniamo scettici, preoccupati e sottopeso.