



STRATEGIA DI INVESTIMENTO

13 luglio 2010

Luglio
10

PROSPETTIVE ECONOMICHE	2
Punto di vista	2
Aree industrializzate.....	3
Zone emergenti.....	4
MERCATI OBBLIGAZIONARI	5
Titoli di Stato	5
Credito IG e HY.....	6
MERCATO DEI CAMBI	7
MERCATI AZIONARI	8
Mercati industrializzati.....	8
Mercati emergenti	10
STRATEGIE ALTERNATIVE	12
Materie Prime.....	12
CONTATTI & AVVERTENZA	13

I mercati si arrendono di fronte al rallentamento economico

Nell'ultimo periodo, che ha visto ancora ampie oscillazioni dei prezzi degli attivi rischiosi, dominano, a nostro avviso, sui mercati due eventi principali.

E' in atto una fase di "digestione" della debolezza futura della crescita dei paesi industrializzati: l'esistenza di un processo di *deleveraging* e la fine o l'inversione degli stimoli fiscali, mentre alcuni acceleratori ciclici della crescita (ricostituzione delle scorte...) vengono meno, dovrebbero far ricadere le economie occidentali in un trend di crescita debole. Non riteniamo tuttavia che un «double dip», e neanche una crescita a stento positiva, rappresentino lo scenario centrale. Il rischio di una ricaduta esiste sempre in fase di rallentamento, ma pensiamo che la situazione attuale richieda un verdetto più sfumato. Vi sono fattori di sostegno alla crescita, quali la necessità per le imprese di reinvestire (gli investimenti sono scesi molto al di sotto del livello di sostituzione della capacità produttiva) ed i consumi privati, che pur rimanendo deboli, sono positivi. Il venire meno delle speranze di una ripresa ciclica più forte, che avevano caratterizzato i primi mesi dell'anno, è quindi giustificato. Pensiamo che questo processo di aggiustamento sia in corso ma non ancora concluso: gli economisti non hanno ancora trovato un consensus e l'inversione degli indicatori prospettici porta storicamente turbolenze più durature di quelle alle quali abbiamo assistito finora (cfr. pagina 9).

Inoltre, è in atto una « riallocazione del pessimismo » degli investitori sulle diverse aree industrializzate. Il secondo trimestre 2010 è stato dominato dai problemi della zona euro: rischio sovrano nei paesi periferici, crescita debole, governance... Questi problemi hanno determinato una penalizzazione della valuta e degli attivi europei. È vero che la situazione della zona euro appare ancora poco invidiabile rispetto al resto del mondo, ma il problema di una crescita debole e, a più o meno lungo termine, quello dei conti pubblici, si pongono anche nelle altre economie industrializzate. I mercati non sono quindi diventati più ottimistici sulla zona euro, ma sono entrati in una fase di riequilibrio che spiega in larga misura il rimbalzo della parità euro/dollaro. Manteniamo per quest'ultimo uno scenario di andamento entro la forchetta attuale nei prossimi mesi (1,20-1,30), con una ripresa dell'indebolimento solamente il prossimo anno. Inoltre, questo mese adottiamo una posizione meno negativa verso le azioni della zona euro.

Il nostro orientamento di medio termine è ancora riservato agli attivi rischiosi dei paesi industrializzati (ai quali preferiamo ancora quelli dei paesi emergenti, cfr le precedenti «Strategia d'Investimento»). Tuttavia, per il mese di luglio riteniamo che esistano due fattori di sostegno per la fiducia del mercato: la pubblicazione dei risultati delle imprese nel secondo trimestre e il verdetto degli «stress test» effettuati sulle banche europee.



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Punto di vista

La crescita americana preoccupa sempre più gli investitori

Il rallentamento della crescita americana si materializza

Il miglioramento del mercato del lavoro resta modesto

Problemi strutturali ancora presenti

Minore sostegno della politica fiscale ma non una stretta brusca

La crescita perde vigore. Come accade spesso, i dati economici pubblicati negli Stati Uniti hanno dettato il passo ai paesi industrializzati nel loro insieme, lasciando l'impressione di un severo rallentamento della crescita. Gli indicatori più emblematici pubblicati all'inizio del mese hanno in effetti deluso le aspettative. L'indice ISM manifatturiero è diminuito di 3,5 punti, attestandosi a 56,2 in giugno, ai minimi dall'inizio dell'anno. Le correzioni dopo le assunzioni legate al censimento si sono tradotte nella distruzione netta di 125.000 posti di lavoro in giugno, un fenomeno atteso, ma l'occupazione privata stenta a ripartire. Con una media di 100.000 posti di lavoro creati ogni mese da gennaio, il ritmo seguito è comparabile a quello osservato dopo le recessioni del 1990-91 e 2001, mentre questa volta le distruzioni di posti di lavoro sono state massicce. L'occupazione è sicuramente un indicatore ritardato della ripresa economica e dovrebbe gradualmente migliorare nei prossimi mesi, ma il tasso di disoccupazione diminuirà con molta lentezza. In giugno è passato dal 9,7% al 9,5% sotto l'effetto di un calo della popolazione attiva che spesso traduce il fenomeno dei «disoccupati scoraggiati». Un progetto di legge mirato ad allungare il periodo straordinario di versamento dei sussidi di disoccupazione (*Emergency Unemployment Compensation*) è appena stato bocciato al Senato, il che potrebbe determinare la fine dei pagamenti per 2 milioni di persone a partire da luglio e per altri 4 milioni entro ottobre, tagliando quindi le spese delle famiglie dello 0,2-0,4% per i prossimi trimestri, se non si trova rapidamente un accordo al Congresso.

Crescita rivista al ribasso. Questi diversi elementi, ai quali occorre aggiungere una nuova ondata di debolezza del mercato immobiliare dopo la fine delle misure fiscali di sostegno, hanno indotto la maggior parte degli economisti a rivedere al ribasso le loro stime sulla crescita. Il consensus (*cf. sotto*) non mette ancora in risalto questo cambiamento intervenuto all'inizio di luglio, ma la prossima pubblicazione di questo sondaggio tra i grandi intermediari americani potrebbe alimentare il pessimismo. Gli impegni dell'amministrazione Obama per ridurre il deficit di bilancio (10,3% del PIL per l'anno fiscale in corso che termina in settembre, 8,9% per quello successivo) sono per ora limitati. Il Presidente ha evocato la creazione di una Commissione incaricata di riportare il deficit primario in equilibrio, senza che sia stata fissata una scadenza precisa. Le misure previste restano per il momento limitate (congelamento su tre anni delle spese «discrezionali» pari al 30% del totale). L'approssimarsi delle elezioni di metà mandato il prossimo novembre non spingerà a precipitare il ritorno alla disciplina, ma in ogni caso la politica fiscale non dovrebbe più offrire un sostegno importante all'attività, come è invece avvenuto nel 1° semestre 2010. Inoltre, gli Stati e gli enti locali hanno già iniziato a ridurre le loro spese, pesando sulla crescita del PIL (contributo di -0,3 nel 4° trimestre 2009 e poi -0,5 pp nel primo trimestre 2010). Bisogna quindi temere un *double-dip*, ossia il ritorno della recessione?

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %									Inflation y.o.y %														
	2009				2010				2011				2009				2010				2011			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
<small>M= Mean; H= High; L= Low</small>																								
Developed Economies																								
USA	-2.4	3.3	3.6	2.8	[3.3]	3.1	4.1	1.9	[3.1]	-0.3	1.7	2.3	1.3	[2.0]	1.7	3.0	0.4	[1.9]						
Canada	-2.6	3.5	3.8	3.0	[3.3]	2.9	3.5	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.8	[2.2]						
Euro zone	-4.1	1.1	1.7	0.7	[1.1]	1.4	2.2	0.8	[1.5]	0.3	1.4	1.7	1.0	[1.3]	1.5	2.1	0.8	[1.4]						
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.2	1.1	[2.3]	2.2	3.1	3.5	2.7	[2.9]	1.9	3.4	0.3	[1.8]						
Switzerland	-1.5	2.0	2.5	0.9	[1.9]	1.9	2.5	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.8	[1.0]	1.1	1.8	0.7	[1.0]						
Japan	-5.2	3.2	3.6	2.7	[2.4]	1.7	3.1	0.7	[1.7]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.4	[-1.0]	-0.2	0.5	-0.9	[-0.2]						
Australia	1.3	3.0	3.8	2.6	[3.2]	3.4	4.1	2.5	[3.4]	1.8	3.1	3.5	2.8	[2.8]	3.0	3.6	2.6	[2.9]						

Source: Consensus Forecasts as of 14/06/2010



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Aree industrializzate

Tempi più difficili ma non un ritorno in recessione

Il rischio di un double-dip è aumentato ma non lo riteniamo lo scenario centrale

Una crescita modesta ma autosostenuta negli Stati Uniti

L'attività della zona euro resta dipendente dalle esportazioni

Rallentamento della domanda interna in Giappone

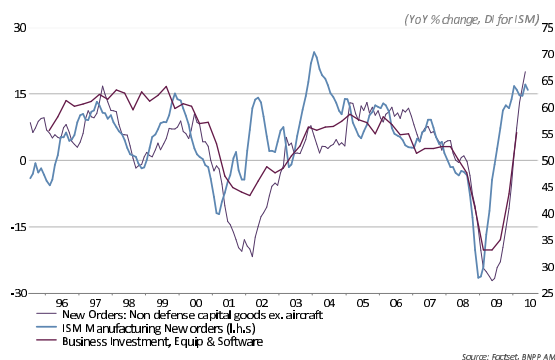
Banche centrali sempre più pragmatiche

Il rallentamento riflette la transizione tra l'uscita dalla recessione quando la crescita è stata «drogata» dal ciclo delle scorte (pur restando meno forte rispetto ad altre fasi di ripresa, tenuto conto dell'ampiezza della recessione nel 2009) e una fase in cui il PIL americano crescerà in linea con la domanda interna finale, ossia attorno al 2,5%. Gli ordinativi di beni durevoli e i sondaggi lasciano presagire un'accelerazione degli investimenti produttivi. Il miglioramento dell'occupazione, sebbene limitato, determinerà un incremento dei redditi e quindi dei consumi privati, poiché un forte aumento del tasso di risparmio resta poco probabile a partire dal livello corrente (4% in maggio). La fiducia delle famiglie e delle imprese è un elemento cruciale di questo scenario ed è quindi necessario che le proiezioni di un ritorno alla recessione non si rivelino autoavveranti (in particolare sull'occupazione).

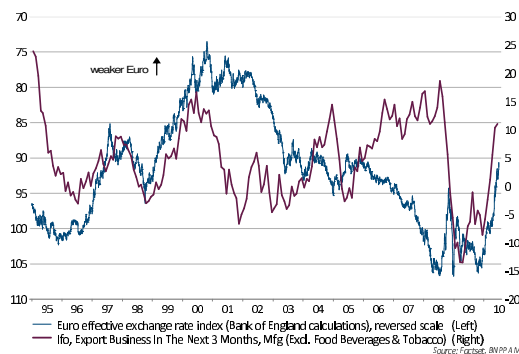
Anche nella **zona euro**, la percezione del clima economico sarà molto importante. Alcuni sondaggi sono peggiorati di fronte ai nuovi timori sulla Grecia e la Spagna. L'indice ZEW, che riflette la fiducia degli investitori e degli analisti tedeschi e sul quale l'attualità finanziaria ha un impatto notevole, è quindi nettamente diminuito in giugno, pur senza scendere sotto la sua media di lungo termine. L'indice IFO, che traduce più fedelmente il clima degli affari percepito dagli industriali, è leggermente migliorato, ma la componente delle aspettative è peggiorata. Il calo dell'euro dallo scorso autunno (15% in termini effettivi) resta un elemento di sostegno della fiducia degli industriali, che il recente rialzo della valuta non cancella. Dopo una crescita dello 0,2% nel 1° trimestre, l'attività industriale è stata verosimilmente più dinamica fino a maggio, per poi consolidare. Un rallentamento potrebbe intervenire nel secondo semestre soprattutto nel caso di una rapida realizzazione dei programmi di risanamento di bilancio. **L'economia giapponese**, che ha sorpreso in positivo all'inizio dell'anno, dovrebbe ora rallentare e rischia inoltre di risentire del nuovo orientamento della politica economica che prevede un minore sostegno ai consumi.

Le politiche monetarie resteranno espansive. **La Fed potrebbe aumentare il tasso dei Fed Funds (0,25% da dicembre 2008) verso la fine del 2° trimestre 2011, essenzialmente per motivi di credibilità, e a condizione che nel frattempo non si accentui né la crisi del debito sovrano europeo né il rallentamento dell'attività. La BCE dovrebbe proseguire i suoi acquisti di titoli pubblici iniziati in maggio e continuerà a fornire liquidità alle banche come ha fatto a inizio luglio al momento della scadenza dell'operazione a 12 mesi condotta nel giugno 2009. Aumenterà i suoi tassi non prima della Fed, tenuto conto della debolezza della crescita europea e del livello contenuto dell'inflazione.**

USA: investimenti produttivi ben orientati



Germania: l'euro debole sostiene la fiducia



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Zone emergenti

Crescita elevata e normalizzazione generalizzata delle politiche monetarie

Una pausa benvenuta nella ripresa dopo un forte rimbalzo

Dopo aver superato il loro picco di crescita nell'autunno scorso, gli indicatori prospettici delle economie emergenti proseguono la loro decelerazione, sebbene ad un ritmo più moderato, e alcuni dovrebbero stabilizzarsi durante l'autunno. Nel caso dell'India, l'indicatore si è persino appiattito prematuramente, suggerendo una stabilizzazione della crescita a un tasso elevato. La debolezza dell'economia americana e la vulnerabilità della zona euro non sembrano incidere sulla ripresa degli emergenti, poiché le esportazioni sono ancora ben sostenute, mentre i fondamentali macroeconomici restano molto solidi. Il tasso di crescita dei paesi emergenti dovrebbe superare rispettivamente il 6,3% e il 6% per il 2010 e 2011, valori prossimi al trend di lungo termine. A breve termine, tuttavia, il rimbalzo economico è palesemente eccessivo (cfr Singapore, con un rialzo del 23% del PIL T/T) e potenzialmente inflazionistico, il che giustifica la prosecuzione di una normalizzazione della politica monetaria nella maggioranza dei paesi emergenti.

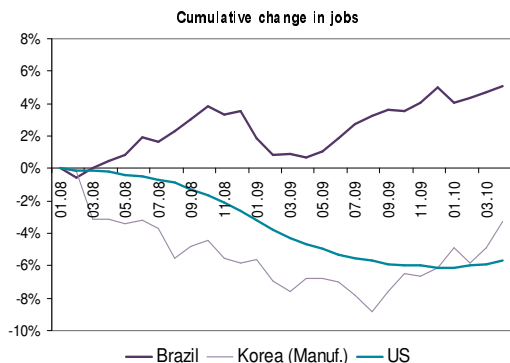
Normalizzazione dei tassi negli emergenti. Surriscaldamento in Brasile

In **Brasile**, la ripresa economica è eccezionalmente vigorosa, e ha generato un aumento dell'occupazione superiore al 5% dalla metà del 2009, un fattore favorevole ai consumi privati. Il PIL dovrebbe chiudere l'anno con un rialzo del tutto eccezionale di oltre il 7%. Il surriscaldamento prodotto dalla ripresa dovrebbe giustificare la prosecuzione della stretta monetaria. La situazione è simile in India, dove l'economia va a pieno regime, mentre i tassi reali sono ancora ai minimi storici. La Corea inizia anch'essa a normalizzare, aumentando a sorpresa il tasso d'intervento di 25 pb, in reazione al vigore della ripresa dell'economia trainata dalle esportazioni, mentre iniziano a subentrare come motore di traino i consumi privati.

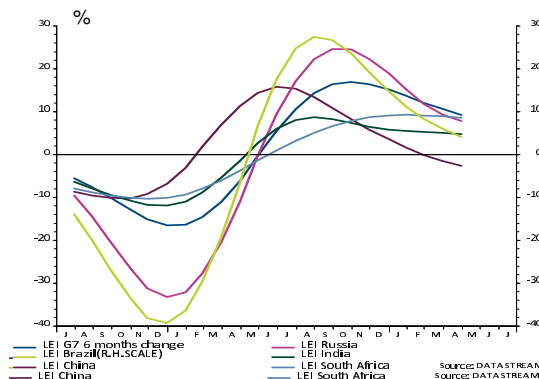
Ciclo economico cinese a un bivio: calo del mercato immobiliare, pausa nella stretta monetaria

In **Cina**, la stretta è finalmente riuscita a invertire la tendenza dei prezzi immobiliari, ed a frenare le attività di costruzione e gli investimenti, minimizzando i rischi di un'impennata dell'inflazione. Le banche sono divenute molto restrittive e alcuni tipi di prestito sono banditi, mentre le autorità locali sono richiamate all'ordine. In questo contesto, gli economisti iniziano a rivedere al ribasso le loro previsioni di crescita per il 2010. Un allentamento delle redini monetarie dovrebbe intervenire verso la fine dell'anno, attraverso un incremento delle quote sui prestiti e un rilancio delle ipoteche e dei volumi delle transazioni immobiliari, il che dovrebbe corrispondere al minimo ciclico degli indicatori prospettici cinesi, e alla conferma di un punto di minimo per le borse cinesi.

Economie emergenti: creazioni di posti di lavoro



Decelerazione degli indicatori prospettici



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Titoli di Stato

Dalla crisi sovrana ai timori per l'economia

Ritorna il termine «ricaduta», ma per ora la scartiamo

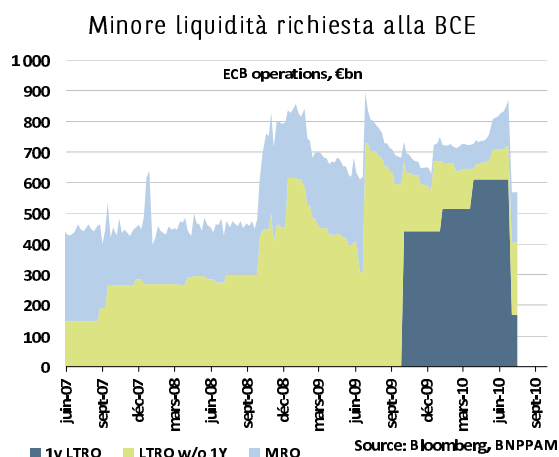
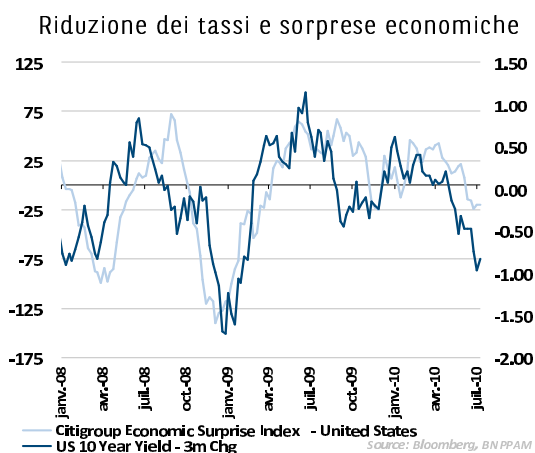
Mentre ci si preoccupava delle sorti dell'Unione Europea e ci si concentrava sulle diverse misure adottate dai governi - e gli spread tra i rendimenti dei paesi *core* e quelli dei paesi periferici toccavano i massimi -, i tassi erano in calo negli Stati Uniti e in Gran Bretagna. E per ragioni diverse. Lo scenario di «double-dip», ossia di ricaduta economica, scartato sulla scia di una ripresa che sembrava finalmente piuttosto solida, è tornato in auge tra gli investitori. Non vediamo per ora prodursi un tale scenario, ma il ritmo più lento della crescita economica attesa nei prossimi mesi non giocherà certo a favore di un notevole incremento dei tassi.

È ormai da tempo che siamo di questo parere, ma siamo comunque piuttosto diffidenti nei confronti dei livelli bassi attesi sui rendimenti. È vero che il trend ribassista dell'inflazione sottostante e il prolungato status quo delle banche centrali giustificano il mantenimento di tassi bassi ma, pur tenendo conto di ciò, ci sembra che le valutazioni attuali integrino un peggioramento troppo netto della crescita e delle aspettative d'inflazione.

L'avversione al rischio invece ci accompagnerà ancora, con alti e bassi, finché persistono i problemi strutturali. La stretta fiscale prevista in alcuni paesi deve ancora dare prova di sé, e ci vorrà del tempo. Il settore finanziario, invece, resta ancora uno dei principali obiettivi, anche se i volumi dell'ultima aggiudicazione a tre mesi della BCE fanno piuttosto pensare che le banche abbiano minori esigenze di liquidità. La realtà è che esistono ancora forti disparità tra gli istituti dei diversi paesi.

Gli sguardi sono rivolti verso gli «stress test»

Superati quindi i timori sulla scadenza dell'operazione a dodici mesi della BCE, i mercati si concentrano ora sui risultati degli «stress test» delle banche europee. Una tale iniziativa sarà tanto più efficace quanto più affronterà le problematiche alle quali sono sensibili i mercati in questa fase (perdite potenziali su titoli di Stato), ma occorre non farsi troppe illusioni poiché la risoluzione della crisi non avverrà in tempi brevi.



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Credito IG e HY

Tra timori e realtà

Ancora molti timori nel settore finanziario...

Il mercato del credito riprende colore in giugno, dopo un mese di maggio piuttosto caotico. Tuttavia, analizzando i dettagli, la storia resta complessa.

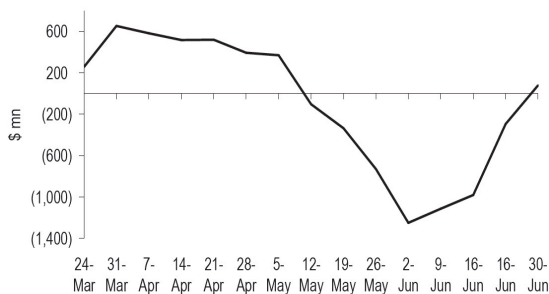
Nell'universo *Investment Grade*, negli Stati Uniti l'allargamento degli spread è stato più che compensato dal calo dei tassi sottostanti, mentre ciò è vero solo in parte per l'Europa, sapendo che i comportamenti dei diversi emittenti, soprattutto del settore finanziario, dipendono molto dal proprio paese d'origine e dalle relative problematiche. E anche se il risultato del rifinanziamento a tre mesi della BCE aiuta a placare in parte i timori, l'accesso al mercato resta ancora molto complicato per una parte del settore bancario, sia sul mercato primario sia su quello interbancario. A tale riguardo, gli «stress test» aiuteranno a comprendere meglio le condizioni degli istituti di credito, ma occorre poi verificare che vengano proposte soluzioni per quelli in difficoltà.

Nell'universo *High Yield*, le cose migliorano gradualmente. I timori che avevano dominato nel mese di maggio si stanno dissipando, con gli investitori che ritornano verso questa classe di attivi e le imprese che possono nuovamente rifinanziarsi sul mercato primario. Si tratta a nostro parere di una buona notizia poiché questo atteggiamento conferma che gli investitori sono ancora pronti a correre un rischio HY in un contesto di incertezze generalizzate. Perché? Poiché, in assenza di una ricaduta economica, gli *spread* dovrebbero essere sostenuti, mentre il *carry* offre ancora una remunerazione interessante.

...mentre migliorano i fondamentali per il resto delle imprese

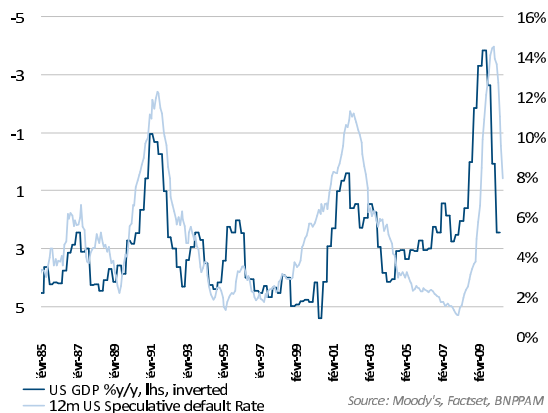
Una crescita moderata sommata a un miglioramento dei fondamentali delle imprese sono certamente fattori di sostegno per il credito. Tuttavia, le incertezze riguardanti la crescita economica, la risoluzione delle problematiche sui rischi sovrani e l'andamento del sistema finanziario pongono questo equilibrio in uno stato di fragilità. La classe di attivi dovrebbe quindi registrare ancora dei movimenti marcati, riflettendo il disagio degli investitori.

Gli investitori tornano sul High Yield
Four-week rolling high-yield mutual fund flows



Sources: J.P. Morgan; AMG Data Services

Tassi di insolvenza ancora in calo



Source: Moody's, Factset, BNPPAM



MERCATO DEI CAMBI

L'attenzione torna sul dollaro

I timori di un «double-dip» pesano sul dollaro a breve termine

Nel 2011, l'euro ricomincerà a indebolirsi (differenziale di crescita e di tasso d'interesse)

Una flessione dello yen resta d'attualità, ma in un primo tempo dovrebbe essere limitata

Una maggiore flessibilità dello yuan ...

...può rilanciare l'interesse per le valute «commodities»

Fine temporanea della flessione dell'euro nei confronti del dollaro. Il 7 giugno, la parità EUR/USD è passata sotto quota 1,19 in seguito ai timori sul debito sovrano, soprattutto in Spagna, confermando la correzione che avevamo previsto. La risalita della parità è rimasta in un primo tempo piuttosto caotica, per poi affermarsi per considerazioni prima tecniche e poi più fondamentali. Dati economici deludenti pubblicati all'inizio di luglio negli Stati Uniti (ISM, occupazione) hanno fatto riemergere lo scenario del ritorno in recessione dell'economia americana e rinviato le aspettative di una stretta monetaria della Fed. Questo fenomeno, che ha riportato l'euro verso 1,26 sul dollaro, potrebbe perdurare durante l'estate, ma con movimenti erratici e senza rimettere in discussione la tendenza.

Il mantenimento di una politica monetaria ancora molto espansiva e le imminenti misure di austerità (con timori soprattutto per un incremento dell'IVA) peseranno sullo yen (soprattutto rispetto alle valute delle economie più dinamiche del G10). Il governo giapponese non è probabilmente soddisfatto degli attuali livelli rispetto al dollaro (attorno a 87) e all'euro (contro il quale a fine giugno è stato toccato un minimo a meno di 108 yen), ma la sua comunicazione in materia è leggermente mutevole in questo momento. L'indeterminatezza sul fronte politico dopo le elezioni del Senato dell'11 luglio, che privano il DPJ della maggioranza, è a priori ribassista sullo yen.

La decisione della PBoC di permettere una maggiore flessibilità del suo regime di cambio è intervenuta il 19 giugno, pochi giorni prima della riunione del G20 di Toronto, confermando la posta politica attorno alla parità USD/CNY. Questo annuncio pone fine all'ancoraggio dello yuan (attorno a 6,82 per un dollaro) deciso nel novembre 2008 per sostenere gli esportatori cinesi nel contesto del rallentamento mondiale. La PBoC torna al sistema adottato nel luglio 2005: pilota le variazioni dello yuan rispetto ad un paniere di valute, il che permette un apprezzamento graduale dello yuan (19% nei confronti del dollaro tra luglio 2005 e luglio 2008, senza tenere conto della rivalutazione iniziale del 2%). Per ora, il rialzo è rimasto modesto (+0,8% da fine maggio al 9 luglio) e tale dovrebbe continuare ad essere poiché se le autorità cinesi cercano di riorientare la crescita verso la domanda interna, non precipiteranno certo le cose. Questa decisione potrà sicuramente facilitare l'apprezzamento di alcune valute emergenti e delle valute tradizionalmente legate alle materie prime (CAD, AUD, NOK). Al di là del ritorno di fiducia sulla domanda dei paesi emergenti, gli investitori saranno attenti a considerazioni sulla valutazione di queste valute e sulle politiche monetarie, due elementi positivi per il dollaro canadese e la corona norvegese.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	07-Jul-10	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		2Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2648	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20	1.10	1.15
	USD / JPY	93	87.43	87	95	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0500	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8543	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5219	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47	1.37	1.46
	USD / CHF	1.03	1.0575	1.06	1.10	1.07	1.11	1.11	1.15	1.16	1.21
EUR Block	EUR / JPY	134	110.57	109	119	116	123	112	118	113	118
	EUR / GBP	0.89	0.8310	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85	0.77	0.82
	EUR / CHF	1.48	1.3375	1.30	1.35	1.28	1.33	1.30	1.35	1.32	1.37

Source: BNPP AM as of 7/7/2010



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Un'estate in attesa

Minore espansione economica, piuttosto che un ritorno in recessione

I timori sullo stato di salute del sistema bancario – della zona euro in particolare vista la sua esposizione al debito sovrano europeo – e sull'ampiezza del rallentamento dell'economia mondiale si sono generalizzati nelle ultime settimane, poiché alcuni investitori temono una forte ricaduta dell'economia. Tali preoccupazioni sono state alimentate dal continuo peggioramento degli indicatori prospettici, soprattutto in Cina e negli Stati Uniti, in una fase in cui alcune Banche Centrali (principalmente di paesi emergenti) iniziano a rialzare i tassi d'intervento.

Il rischio di un ritorno in recessione dell'economia mondiale non può essere escluso, ma ci sembra comunque limitato, tenuto conto del dinamismo di numerosi paesi emergenti, dell'ampiezza delle misure adottate negli ultimi anni e delle politiche monetarie che resteranno espansive ancora a lungo nei principali paesi industrializzati. Confermiamo il nostro scenario di crescita più moderata a partire dal secondo semestre 2010 ed oltre, il che non rappresenta un ostacolo insuperabile alla crescita dei mercati borsistici in un contesto di liquidità abbondante e di valutazione ragionevole, se non attraente sulla base dei P/E prospettici a 12 mesi e dei P/BV inferiori alla loro media di lungo periodo. Tuttavia, le sfide strutturali da affrontare nei prossimi anni e l'assenza di forti elementi di catalizzazione in un periodo denso di interrogativi sulla sostenibilità della crescita economica e degli utili ci inducono a restare prudenti sulle azioni nel medio termine.

Verso una maggiore trasparenza del settore bancario ...

Nel breve termine, tuttavia, due importanti appuntamenti di questo inizio di estate potrebbero sostenere i mercati: la pubblicazione degli «stress test» delle banche europee e la stagione di pubblicazione dei risultati trimestrali.

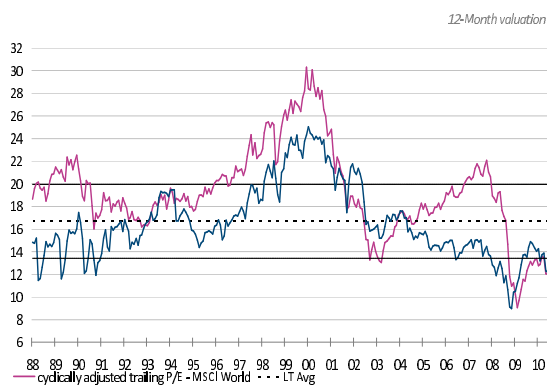
- La realizzazione di «stress test» coordinata a livello europeo, dimostrando l'impegno degli Stati nel risolvere la crisi di fiducia che attanaglia il settore bancario, è una tappa verso una maggiore trasparenza, minori incertezze e quindi una minore avversione al rischio. La chiarificazione delle ipotesi scelte per questi test ha peraltro già contribuito al rimbalzo delle borse negli ultimi giorni. Sotto l'occhio vigile del CEBS¹, 91 banche europee, rappresentative del 65% degli attivi complessivi, devono verificare la propria resistenza a uno scenario di crisi economica e/o di insolvenza di uno Stato membro.

ISM e performance di borsa

Date		ISM manuf		Performances of the S&P 500							
Peak	Trough	Peak	Trough	1m before	1m after	3m after	4m after	6m after	12m after		
Mar-66	Apr-67	65.7	42.8	2.7%	2.6%	-4.6%	-5.8%	-13.8%	2.2%		
Nov-68	Nov-70	58.1	39.7	-4.2%	-4.2%	-9.4%	-6.3%	-4.5%	-13.4%		
Jan-73	Jan-75	72.1	30.7	1.9%	-3.6%	-7.6%	-8.6%	-5.7%	-16.2%		
Feb-76	Nov-76	61.5	51.7	1.2%	2.3%	0.5%	4.6%	2.4%	0.1%		
Jul-78	May-80	62.2	29.4	-4.5%	3.5%	-4.9%	-5.3%	1.1%	3.2%		
Nov-80	May-82	58.2	35.5	-10.1%	-3.7%	-6.6%	-4.4%	-5.6%	-10.1%		
Dec-83	May-85	69.9	47.1	0.9%	-1.2%	-3.5%	-3.0%	-7.1%	0.8%		
Dec-87	Jan-91	61.0	39.2	-7.1%	3.7%	4.1%	5.4%	10.3%	12.0%		
Oct-94	Jan-96	59.4	45.5	-2.3%	-4.2%	-1.1%	2.9%	8.6%	23.1%		
Jul-97	Dec-98	57.7	46.8	-7.1%	-5.5%	-5.5%	-5.1%	0.3%	2.9%		
Nov-99	Oct-01	58.1	40.8	-1.9%	5.4%	-1.6%	7.1%	2.4%	-5.3%		
Jun-02	Apr-03	53.6	46.1	7.6%	-8.8%	-17.6%	-10.0%	-11.2%	-1.5%		
May-04	Dec-08	61.4	32.5	-1.2%	1.8%	-1.9%	-0.5%	4.7%	7.0%		
average performance				-1.9%	-0.9%	-4.8%	-2.2%	-1.4%	0.4%		
median performance				-1.9%	-1.2%	-4.8%	-4.4%	0.3%	0.8%		
% of periods with negative performance				61.5%	53.8%	84.6%	69.2%	46.2%	38.5%		

Source: Datastream, BNPP AM

Valutazione ragionevole



¹ Comitato Europeo dei Supervisor bancari



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

... e sorprese positive sugli utili per azione del T2 potrebbero sostenere le borse a breve termine

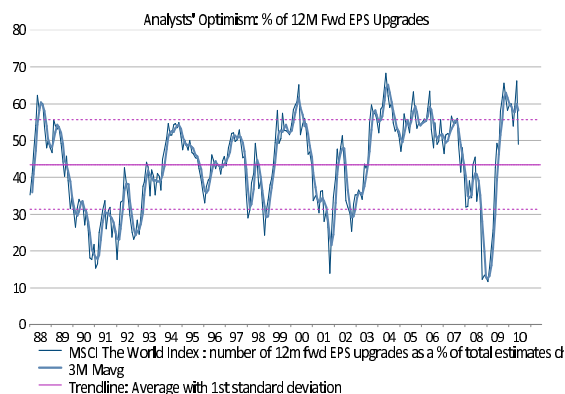
Minore scetticismo nei confronti della zona euro e minore positivismo verso gli Stati Uniti

La pubblicazione di questi risultati il 23 luglio prossimo permetterà di sciogliere le incertezze sulla solidità dei bilanci delle banche e di conoscere il loro fabbisogno di capitale. L'ammontare delle ricapitalizzazioni necessarie e i mezzi messi in campo per ottenerle saranno tuttavia cruciali per la reazione dei mercati finanziari.

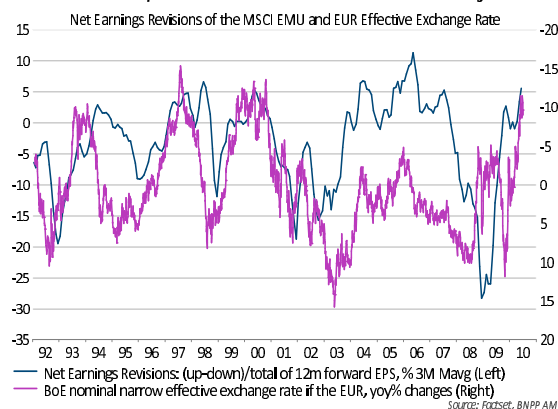
- La stagione di pubblicazione dei risultati per il secondo trimestre dovrebbe nuovamente sorprendere positivamente. Al contrario, le «guidance» delle imprese per la seconda parte dell'anno potrebbero rivelarsi più prudenti a causa del peggioramento delle prospettive dell'attività. Le sorprese positive sui risultati dovrebbero portare ad alcune revisioni al rialzo degli utili per azione per quest'anno, ma non basteranno ad invertire la tendenza al rallentamento della crescita degli utili per i prossimi trimestri. In linea con il rallentamento dell'economia, la crescita dei ricavi delle società andrà erodendosi mentre il potenziale di espansione dei margini operativi è sempre più limitato. Il ciclo degli utili diminuirà progressivamente e gli analisti rivedono al ribasso le loro previsioni. Il loro ottimismo, misurato dalla percentuale di revisioni al rialzo, ha peraltro già iniziato a diminuire. In questo contesto, la previsione degli analisti di una crescita del 19% degli utili per azione nel 2011 per l'indice MSCI World, dopo il 34% di quest'anno, sembra troppo ottimistico, il che potrebbe pesare sui mercati.

Questo mese, abbiamo rilevato la nostra opinione verso le azioni della zona euro per tenere conto 1/ della buona resistenza degli indicatori prospettici sull'attività durante la «crisi greca», 2/ del previsto venir meno delle incertezze sul sistema bancario atteso con la pubblicazione degli «stress test» e 3/ dell'impatto favorevole sugli utili della debolezza dell'euro. Tuttavia, le difficoltà strutturali di una regione economica fragile e molto disomogenea restano notevoli e ci inducono a restare prudenti. Di contro abbiamo ridotto la sovraesposizione sugli Stati Uniti, poiché l'avversione al rischio ancora elevata e l'assenza di un rialzo dei tassi della Fed ancora per molto sono controbilanciati dal peggioramento delle revisioni degli utili. Nonostante la solidità dell'economia interna nell'attuale fase di rallentamento, conserviamo delle riserve verso i mercati australiano e canadese, soprattutto a causa delle valutazioni relative poco interessanti, dell'inizio delle strette monetarie - sebbene timide o in pausa tenuto conto dei timori legati all'impatto della crisi finanziaria europea - e dell'importante esposizione alle materie prime.

Diminuiscono le revisioni al rialzo



Utili europei sostenuti dall'euro meno forte



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Performance superiore, per un beta inferiore

Nessuna inversione di tendenza per alcuni mesi, secondo gli indicatori prospettici

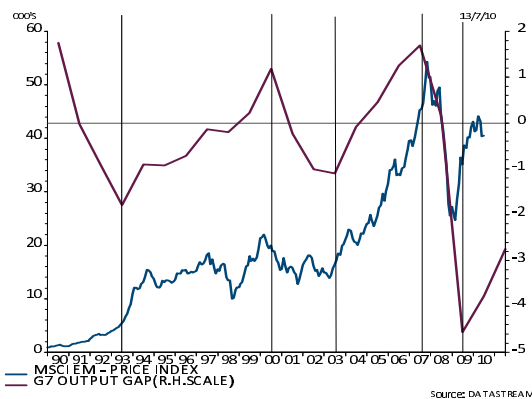
I mercati emergenti hanno registrato un leggero consolidamento sotto l'effetto dei nuovi rischi di recessione nei paesi industrializzati, del rallentamento in Cina e della crisi del debito sovrano in Europa. Il lieve consolidamento ha riportato la valutazione a livelli attraenti, mentre i rischi di recessione sono moderati nelle economie emergenti tenuto conto dell'attività molto sostenuta, a livello sia della domanda interna sia delle esportazioni.

Gli indicatori prospettici delle economie emergenti sono ancora orientati al ribasso, indicando una prosecuzione della fase di consolidamento delle borse ancora per qualche tempo. In effetti, la fase di stretta monetaria è appena iniziata in Corea e a Taiwan (ma timidamente), è ai primi passi nelle economie molto esposte alla domanda interna come il Brasile e l'India, molto avanzata in Cina dove il mercato immobiliare inizia ora a reagire negativamente. In questo contesto, le borse registreranno una volatilità superiore nei prossimi mesi, poiché una decelerazione del ritmo di crescita sommata al rialzo dei tassi provocheranno revisioni al ribasso degli utili.

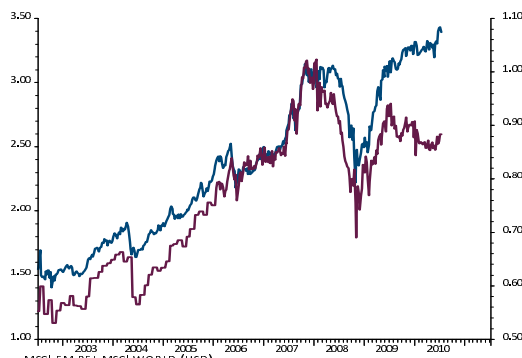
Ricavi delle società emergenti esposti principalmente ai mercati interni

Non intravediamo tuttavia forti rischi di ribasso delle borse emergenti, tutt'al più un consolidamento. La dinamica di crescita è molto interna o intra-regionale, la valutazione delle borse è di nuovo attraente e la redditività dei fondi propri resta molto favorevole con una qualità dei bilanci superiore. Inoltre, le economie asiatiche e del G7 presentano un «output gap» fortemente negativo che milita a favore di una normalizzazione moderata dei tassi d'interesse. Storicamente, questa condizione è correlata ad una performance positiva delle borse emergenti. Infine, le società quotate emergenti sono molto esposte ai mercati interni. Ad esempio, il 93% dei ricavi delle imprese quotate cinesi è di origine interna (87% per il Brasile), un fattore che offre un'ottima protezione dalle incertezze economiche negli Stati Uniti e in Europa, e un buon proxy della crescita delle economie emergenti. Non sorprende quindi che gli indici emergenti abbiano superato quelli dei paesi industrializzati, e che le small e mid cap abbiano resistito meglio negli ultimi due mesi nonostante le difficoltà dei mercati. In questo contesto, eventuali debolezze dei mercati causate da una recrudescenza dei rischi rappresentano una opportunità per adottare una posizione maggiormente positiva.

Output gap negativo, performance positiva



Emergenti: sovraperformance e migliore mercato



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Cina in attesa di una inversione degli indicatori prospettici

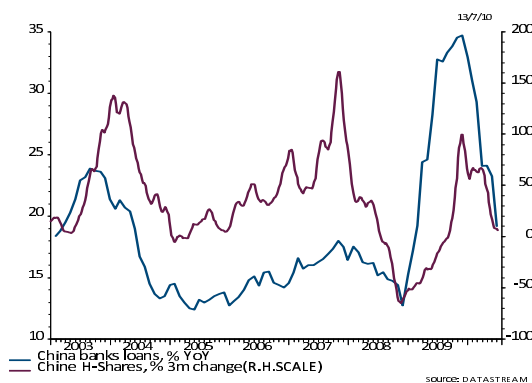
Cina. Il mercato è ora in eccesso di venduto, la valutazione è relativamente interessante mentre gli investitori sono ancora prudenti. Si tratta inoltre di un mercato molto sensibile all'andamento della liquidità e dei prestiti bancari. L'economia cinese inizia finalmente a reagire alla stretta monetaria, rispecchiata da una moderazione degli indicatori di fiducia delle imprese, da una stabilizzazione dell'inflazione, ma soprattutto dall'inversione dei prezzi degli immobili. Le autorità allenteranno probabilmente la stretta monetaria verso la fine dell'anno, quando il ribasso del mercato immobiliare sarà ben avviato. Si tratterà quindi di uno dei segnali precursori di una nuova fase favorevole in ambito di performance per il mercato cinese, con la stabilizzazione degli indicatori prospettici.

Il mercato coreano resta ben sostenuto dai fondamentali economici e dalle prospettive di revisione al rialzo degli utili. La valutazione è interessante con un PER di 8,9x. Il ritorno dell'indice verso i livelli pre-crisi 2008 innesca prese di benefici di investitori privati diventati particolarmente avversi al rischio dopo il calo dei mercati di maggio 2010, e che ora sono contenti di riuscire a recuperare le perdite per rifugiarsi nel mercato obbligazionario. **L'India rappresenta un investimento strutturale di lungo termine** grazie alla domanda interna, ma nel breve termine restiamo prudenti poiché il mercato è ancora troppo caro e il ciclo restrittivo è appena iniziato.

Brasile: esposto alla stretta monetaria e al ribasso dei prezzi delle materie prime

Il mercato brasiliano si trova di fronte due rischi: sul fronte interno il surriscaldamento dell'economia e la stretta monetaria che ne consegue e, sul fronte esterno, il rallentamento degli investimenti in Cina e il ribasso dei prezzi delle materie prime. L'indicatore dei prezzi pagati cinesi è in flessione da due mesi, e dovrebbe prefigurare una revisione al ribasso del settore dei materiali in Brasile. Anche **la Russia** è dipendente dall'andamento dei prezzi delle materie prime e in particolare del prezzo del petrolio, visto che le tasse sull'energia coprono la metà del budget federale. Prevediamo solamente un modesto rialzo del prezzo del petrolio, ma manteniamo un orientamento leggermente positivo sulla borsa russa grazie alla valutazione, che offre uno sconto di circa il 40% rispetto all'universo emergente.

Cina: performance molto correlata ai prestiti



Brasile: utili sensibili alla Cina



STRATEGIE ALTERNATIVE

Materie Prime

Opinione prudente sulle materie prime. Ancora preferito l'oro

Dopo il rimbalzo «ciclico», è attesa la transizione verso un regime duraturo di aumento della domanda mondiale

La domanda d'investimento dovrebbe continuare a sostenere i corsi dell'oro

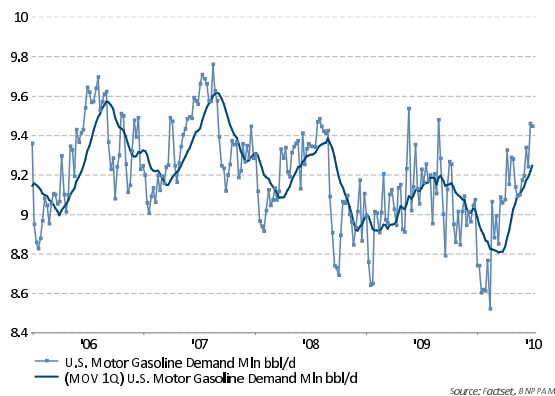
Mentre la domanda di prodotti petroliferi negli USA continua a crescere, i timori sullo scenario macroeconomico pesano ancora sui corsi del **greggio**. Le prossime settimane saranno quindi determinanti dal momento che dovrebbe essere possibile capire se il miglioramento intravisto fino ad ora sul mercato fisico prosegue nonostante uno scenario poco favorevole. Restiamo ottimistici sul petrolio in un orizzonte di 6-12 mesi, ma nel breve termine sussistono numerosi fattori di rischio.

Abbiamo maturato delle riserve nei confronti dei metalli di base, visto che stiamo entrando in un periodo tradizionalmente meno favorevole per la domanda. In effetti, i fondamentali di alcuni metalli dovrebbero restare solidi nel medio termine, ma la combinazione di un rallentamento stagionale della domanda cinese e la progressiva dissipazione dell'effetto «rimbalzo manifatturiero» nelle economie industrializzate potrebbe pesare sulla fiducia e determinare un lieve consolidamento dei prezzi a breve termine.

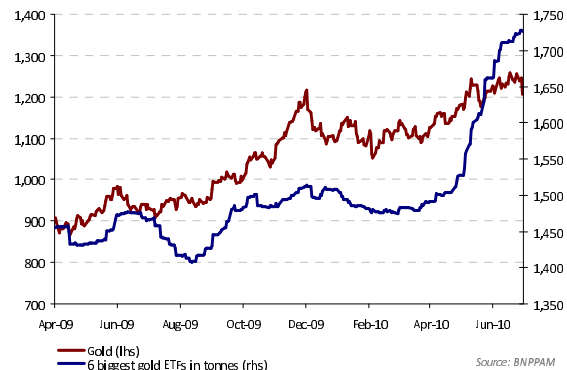
Il recente ritorno della propensione al rischio ha provocato un calo della domanda d'investimento per **l'oro** nelle ultime settimane. Tuttavia, lo scenario monetario ancora molto favorevole, nonché il persistere di timori sulla situazione delle grandi economie industrializzate dovrebbe permettere al metallo di restare un investimento interessante per gli investitori a breve termine. **Manteniamo un punto di vista leggermente positivo sull'oro.**

Restiamo non interessati sui cereali. Infatti, la recente debolezza dei fondamentali dei mercati dei cereali ha spinto gli investitori a disertare questi mercati. E, se il livello ridotto dei prezzi riduce i rischi al ribasso, le previsioni di rendimenti alla produzione record per i prossimi raccolti contribuiscono a limitare il potenziale di rialzo. Il mais resta il cereale che presenta i migliori fondamentali.

Domanda di benzina in aumento negli USA



Rallentano i flussi d'investimento verso l'oro



CONTATTI & AVVERTENZA

Equipe Stratégie :
Vincent Treulet

Nathalie Benatia
Antonio Bertone
Charles Cresteil
Sophie Fournier
Guillaume Hollier-Larousse
Dong-Sinh Ngo
Ludivine Politano
Dominique Schulthess

Investment Specialist
Joost van Leenders

Il presente documento è redatto da BNP Paribas Asset Management (BNPP AM)*, un partner di BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)**. È prodotto a mero titolo informativo e non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione di vendita; non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi; non va considerato una consulenza finanziaria.

Le informazioni e le opinioni contenute nel presente documento sono state ottenute, tra l'altro, da fonti pubbliche ritenute affidabili, ma non può essere rilasciata alcuna attestazione o garanzia, espressa o tacita, sull'accuratezza o sulla completezza di tali informazioni, che non devono quindi essere utilizzate come tali. Le opinioni contenute nel presente documento rappresentano il parere di BNPP AM alla data indicata nel documento stesso e sono quindi soggette a modifiche senza preavviso. Non hanno carattere vincolante, non sono sostituibili al giudizio del lettore e non devono essere l'unica base di valutazione delle strategie o degli strumenti presentati nel presente documento. I riferimenti a rendimenti storici di un mercato o strumento non sono indicativi di risultati futuri. Le società del Gruppo BNP Paribas non accettano alcuna responsabilità per perdite derivanti direttamente o indirettamente dall'utilizzo totale o parziale di tali informazioni. Le società del Gruppo BNP Paribas possono, nel rispetto della legge, aver utilizzato o aver agito sulla base delle informazioni contenute nel presente documento, ovvero nella ricerca o nell'analisi sulle quali si fonda, prima della sua pubblicazione. Il presente documento è riservato unicamente ai destinatari autorizzati e non può essere consegnato né trasmesso ad altri senza il consenso preventivo scritto di BNPP AM. È inoltre vietata ogni traduzione, adattamento o riproduzione totale o parziale del presente documento, mediante qualsivoglia procedura e in qualsivoglia paese, senza il consenso preventivo scritto di BNPP AM.

* BNPP AM è una società di gestione di investimenti autorizzata in Francia dalla "Autorité des Marchés Financiers" con numero 96-02: società per azioni semplificata, con capitale di 62.845.552 euro, ha sede legale al n. 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. www.bnpparibas-am.com

***"BNP Paribas Investment Partners" è il marchio mondiale dei servizi di gestione patrimoniale del gruppo BNP Paribas. Se indicati, i singoli organismi di gestione patrimoniale di BNP Paribas Investment Partners sono specificati a mero titolo informativo e non necessariamente svolgono attività in ogni giurisdizione. Per ulteriori informazioni, contattare l'Investment Partner autorizzato nella propria giurisdizione.

