

Comitato del 5 marzo 2010

Lieve calo del nervosismo nell'ultimo mese

La forte correzione dell'inizio dell'anno si è interrotta verso l'8 febbraio per lasciare il posto a una fase di ritorno ad una calma relativa, con un calo dell'avversione al rischio. Gli indici di borsa si sono ripresi, ma il movimento non è omogeneo e il ritorno alla situazione prevalente prima della flessione non è completo. Due fra le principali fonti di inquietudine all'origine del calo dei mercati azionari in gennaio sono ancora presenti: timori per la Grecia, nonostante l'impegno adottato dalle autorità europee di offrire il sostegno necessario, e dati economici piuttosto deludenti.

Per quanto riguarda la Grecia, dopo alcune settimane nelle quali le dichiarazioni ufficiali sono rimaste piuttosto sfumate, l'annuncio fatto il 3 marzo di un nuovo pacchetto di misure molto restrittive finalizzate a rispettare l'impegno a ridurre il deficit è stato accolto piuttosto positivamente. Permangono tuttavia alcune incertezze, anche dopo l'emissione obbligazionaria greca da 5 miliardi di euro, in un'asta che ha visto la richiesta superare largamente i titoli disponibili. Inoltre, gli indicatori economici si sono rivelati deludenti, soprattutto nella zona euro dove l'uscita dalla recessione sta avvenendo ad un ritmo molto modesto e sembra basarsi nettamente sulla domanda estera. L'economia americana continua invece a beneficiare della ripresa industriale, ma l'occupazione ed il mercato immobiliare mostrano ancora segnali di debolezza ed il tono delle autorità monetarie sulla congiuntura resta molto prudente.

Nel breve termine: mantenere la posizione sugli attivi rischiosi

Gli investitori adeguano progressivamente il loro scenario alle nuove informazioni. L'ipotesi di un graduale rallentamento della crescita mondiale prende lentamente piede, mentre il rimbalzo industriale non riesce a diffondersi al resto dell'economia nei paesi sviluppati. Sul fronte della politica monetaria, il progressivo ritiro delle misure straordinarie di finanziamento mostra che esse non sono più necessarie ora che il funzionamento del mercato è migliorato. Infine, gli investitori dovrebbero prendere coscienza che, per ragioni politiche, la Grecia non sarà abbandonata dai suoi partner europei.

Quindi, sebbene i temi dominanti restino nettamente gli stessi dell'inizio dell'anno, la loro percezione da parte degli investitori potrebbe variare nel corso del tempo, offrendo in un primo tempo una tregua alle borse. Osserviamo ad esempio che due argomenti che avevano contribuito alla correzione delle borse in gennaio – l'obiettivo dell'Amministrazione Obama di ridurre l'attività delle banche sui mercati finanziari («regole Volcker») e le misure di controllo del credito varate dalla Banca di Cina – sembrano essere poi state «dimenticate».

Tra tre-sei mesi, lo scenario apparirà meno favorevole

I timori che si sono manifestati di recente riflettono una realtà: rallentamento della crescita nelle zone industrializzate; finanze pubbliche in difficoltà che impongono, se non una cura di austerità, almeno degli sforzi; graduale normalizzazione delle politiche monetarie, anche se i tassi di interesse resteranno bassi almeno fino alla fine dell'anno. Anche se, come crediamo, i rischi di un ritorno della recessione e di una insolvenza degli Stati possono essere scartati, è difficile immaginare che gli investitori possano mantenere a lungo la loro serenità di fronte a questo nuovo quadro.

ASSET ALLOCATION	2
PROSPETTIVE ECONOMICHE	3
Punto di vista.....	3
MERCATI OBBLIGAZIONARI	4
Titoli di Stato.....	4
Credito IG e HY.....	5
MERCATO DEI CAMBI	6
MERCATI AZIONARI	7
Mercati Industrializzati.....	7
Mercati Emergenti.....	11
AVVERTENZA	14

Redatto l'11 marzo 2010



ASSET ALLOCATION

Decisioni di allocazione

- Confermata la sovraesposizione alle azioni, e privilegiati ancora i mercati industrializzati.
- Posizione neutrale sui titoli di Stato: assenza di pressioni inflazionistiche controbilanciata dalla ripresa ciclica e dalle numerose emissioni. In termini relativi, privilegiate le obbligazioni USA rispetto a quelle britanniche.
- Sovraesposizione al credito: fondamentali in miglioramento e fattori tecnici ancora positivi, ma attenzione alle inversioni di tendenza in un mercato già molto "long".
- Sovraesposizione delle materie prime, con una posizione più pronunciata sui metalli di base più esposte alla ripresa ciclica mondiale.
- Confermata la posizione neutrale sul Giappone: rilancio fiscale ed esposizione ai paesi asiatici in forte crescita, ma pressioni deflazionistiche e yen forte pesano sulle prospettive di utile.
- Ridotta la sottoesposizione al Canada alla luce della nostra visione più positiva sulle materie prime, ma il vigore del CAD e la valutazione relativa invitano alla prudenza. Ridotta leggermente anche la sottoesposizione sulla Svizzera: buone sorprese economiche e dinamica dei prezzi relativi positiva.
- Confermata la sottoesposizione dell'Australia: stretta delle condizioni finanziarie (politica monetaria e AUD forte) e valutazione relativa elevata.

Arbitraggio azioni industrializzate

- Adozione di una posizione negativa sulla zona euro. Nonostante una valutazione relativa interessante e l'esposizione alla ripresa del commercio mondiale, le scarse prospettive di crescita interna e la questione del risanamento delle finanze pubbliche dovrebbero continuare a penalizzare questo mercato.
- Confermata la sovraperponderazione degli USA (solida ripresa industriale, forte rimbalzo delle prospettive di utile e politica monetaria ancora espansiva) e della Gran Bretagna (fragilità economica compensata dall'impatto positivo della sterlina sulle esportazioni e sugli utili rimpatriati oltre che da una politica monetaria espansiva).

Arbitraggio azioni emergenti

- Pochi cambiamenti questo mese, con la conferma di una preferenza per Corea e Taiwan, dove gli indici di borsa dovrebbero beneficiare della ripresa mondiale, di prospettive degli utili positive e di una valutazione relativa interessante.
- Posizione leggermente negativa sui BRIC, con una sottoesposizione alla Cina, (rallentamento della dinamica di revisione degli utili) e al Brasile (valutazione cara) e una posizione neutrale su India e Russia.

Modello di portafoglio bilanciato per i clienti istituzionali

Le posizioni di questo portafoglio modello si misurano rispetto al cash e possono essere trasposte in qualsiasi altro portafoglio, indicizzato o meno.

MULTI-ASSET CLASS1				EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1			EQUITY EMERGING COUNTRIES 2				
	Alpha	Current weight	Previous weight		Alpha	Current weight	Previous weight		Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES				US	0.2	2.1%	1.8%	Brazil	0.0	-0.4%	-0.5%
Developed Equities	0.1	1.1%	1.0%	Canada	0.0	-0.2%	-1.2%	China	0.0	-0.5%	-0.3%
Emerging Equities	0.1	0.6%	0.6%	Euroland	-0.1	-1.7%	1.4%	India	0.0	0.0%	-0.5%
FIXED INCOME				Japan	0.0	0.0%	-0.2%	South-Korea	0.0	1.6%	1.5%
Government Bonds	0.0	0.0%	0.0%	UK	0.1	1.8%	1.2%	Taiwan	0.0	0.9%	0.7%
Investment Grade	0.0	1.4%	1.4%	Switzerland	-0.1	-1.1%	-2.4%	Russia	0.0	0.0%	0.5%
High Yield	0.1	0.9%	0.7%	Australia	-0.1	-0.8%	-0.7%	South Africa	0.0	-1.2%	-1.6%
COMMODITIES				Module Total	0.0	0.0%	0.00%	Turkey	0.0	-0.4%	0.3%
Brent Oil	0.1	0.4%	0.3%					Module Total	0.0	0.0%	0.00%
Base Metals	0.1	0.6%	0.5%	BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1							
Gold	0.0	0.3%	0.3%		Alpha	Current weight	Previous weight				
Agricultural	0.0	0.3%	0.3%	US	0.3	6.6%	6.4%				
Cash Euro		-5.6%	-5.1%	Euroland	0.0	-0.5%	-0.5%				
Module Total		0.0%	0.0%	Japan	0.0	-0.5%	-0.5%				
PORTFOLIO STATISTICS				UK	-0.3	-5.1%	-5.1%				
Target Ex-ante Volatility		1.00%		Switzerland	0.0	-0.5%	-0.5%				
Real Ex-ante Volatility		0.78%		Module Total	0.0	0.0%	0.00%				

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Punto di vista

Ancora difficile vedervi chiaro

Va tutto bene. Veramente? Anche se lo scenario non ha subito cambiamenti radicali, la percezione che ne hanno gli investitori si è modificata, contornando l'atmosfera di un velo rosa attraverso il quale tutto appare migliore. Ancora una volta, la reazione alla pubblicazione dei dati mensili sull'occupazione americana illustra il comportamento prevalente. Il numero di posti di lavoro distrutti in febbraio è stato leggermente inferiore alle attese (36 000 contro i 68 000 del consensus pubblicato da Bloomberg), una notizia accolta con notevole entusiasmo, che ha spinto al rialzo dell'1,4% l'indice S&P 500 nella sola seduta di venerdì 5 marzo. È lecito gioire del fatto che otto mesi dopo il ritorno della crescita, l'economia americana non riesca ancora a creare occupazione, dopo l'adozione di numerose misure finalizzate a indurre le imprese ad assumere e alla vigilia dell'adozione di un nuovo piano specifico? A rigor di logica, no, e le famiglie americane non si lasciano incantare, a giudicare dai sondaggi sulla fiducia ormai ai minimi da mesi. Ciononostante, i dati sono considerati positivi visto che superano – sebbene di poco – le aspettative, e i dati deludenti sul mercato immobiliare americano e la dinamica economica della zona euro non hanno impedito una ripresa sensibile delle azioni nelle ultime settimane (+7,8% tra l'8 febbraio e l'8 marzo per l'indice MSCI World in dollari). Per quanto riguarda il Giappone, l'accumularsi di indicatori congiunturali orientati positivamente permette una buona tenuta del mercato nipponico nonostante la persistente deflazione.

Perché un tal entusiasmo? Come abbiamo già sottolineato più volte, dall'inizio della recessione i responsabili delle previsioni hanno notevoli difficoltà a delineare un quadro realistico: hanno prima peccato di eccesso di pessimismo, per poi lasciarsi convincere dai flussi di dati che indicavano una ripresa industriale, prevedendo il ritorno a un ritmo di espansione molto sostenuto per tutta l'economia. Sono ora costretti a rivedere le loro previsioni, il che dovrebbe riportare le attese in materia di crescita verso un terreno più realistico. Il loro compito è stato complicato da un ciclo delle scorte particolarmente movimentato e rischia di esserlo ulteriormente quando si tratterà di analizzare i dati di febbraio e inizio marzo, disturbati da condizioni climatiche eccezionali che hanno

determinato temporanei blocchi dell'attività in alcuni grandi paesi (Stati Uniti, Germania, ecc.). L'indeterminatezza degli scenari, che riguarda le previsioni per il 2010, ma soprattutto quelle per il 2011, non sarà sciolta a breve, dal momento che prosegue la fase di transizione tra la ripresa e il nuovo regime di crociera. Ed è proprio la natura di questo regime di crociera a dividere gli osservatori. Siamo convinti che la crescita sarà limitata, dal momento che l'indebitamento (sia pubblico che privato) deve diminuire. Non prevediamo un ritorno della recessione, ma non riteniamo neanche che la crescita possa ritrovare il ritmo dell'inizio degli anni 2000 nei paesi industrializzati (3% in media per l'OCSE tra il 2004 e il 2007). Per i paesi emergenti il dato è differente poiché sussistono ancora tutti gli elementi strutturali necessari per lo sviluppo economico. Di conseguenza, al di là di un prevedibile rallentamento nel breve termine (secondo l'OCSE, gli ultimi indicatori prospettici per il Brasile e l'India indicano una ripresa che «perde slancio»; gli indici PMI cinesi sono diminuiti in febbraio), la crescita dovrebbe restare solida, accentuando la performance dell'economia mondiale. La durata dell'attuale fase di transizione (ricostituzione delle scorte, alla quale si aggiungono per almeno due mesi i disturbi statistici legati alle condizioni climatiche) permetterà la coesistenza di tutti gli scenari. Dopo essere stata nettamente orientata in positivo («è ripartita»), la barra è ora al centro («la crescita resterà debole»), ma potrebbe nello stesso modo pendere verso un maggiore pessimismo («attenzione alla ricaduta»).

In questo contesto, gli investitori saranno costretti a navigare a vista ancora per qualche mese. La percezione degli indicatori economici rispetto allo scenario dominante del momento sarà importante nel breve termine, come lo è stata in febbraio quando lo scenario si è progressivamente adattato ai dati pubblicati. Alla fine, l'ipotesi di una crescita debole, insufficiente a ridurre nettamente la disoccupazione, dovrebbe imporsi ed essere corroborata dalle pubblicazioni (anche microeconomiche) che animeranno il secondo semestre. Gli investitori vi vedranno allora più chiaro, ma rischiano di non apprezzare quanto scopriranno.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

08/03/2010 M= Mean; H= High; L=Low	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
Developed Economies																								
USA	-2.4	3.1	4.0	2.5	[2.9]	3.0	4.4	1.4	[3.1]	-0.3	2.3	3.4	1.5	[2.2]	2.0	3.9	0.4	[1.9]						
Canada	-2.5	2.7	3.3	2.1	[2.6]	3.2	3.9	2.2	[3.2]	0.3	1.8	2.2	1.4	[1.7]	2.2	3.0	1.7	[2.2]						
Euro zone	-3.9	1.3	2.4	0.6	[1.3]	1.5	2.2	1.0	[1.6]	0.3	1.2	1.5	0.7	[1.2]	1.5	2.5	0.8	[1.5]						
UK	-4.8	1.4	2.2	0.9	[1.5]	2.2	3.1	0.5	[2.2]	2.2	2.6	3.8	1.6	[2.4]	1.7	3.6	0.3	[1.7]						
Switzerland	-1.5	1.3	2.2	-0.4	[1.2]	1.8	2.8	0.9	[1.7]	-0.5	0.7	1.2	-0.1	[0.7]	1.0	1.7	0.0	[1.0]						
Japan	-5.3	1.5	2.6	0.8	[1.3]	1.5	2.1	0.5	[1.5]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.6	[-1.0]	-0.3	0.6	-0.8	[-0.3]						
Australia	1.0	3.0	3.8	2.0	[2.9]	3.3	4.0	2.5	[3.2]	1.8	2.5	2.8	1.9	[2.5]	2.8	3.3	2.5	[2.7]						

Source: Consensus Forecasts as of 08/02/2010



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Titoli di Stato

Stretta monetaria: siete pregati di attendere !

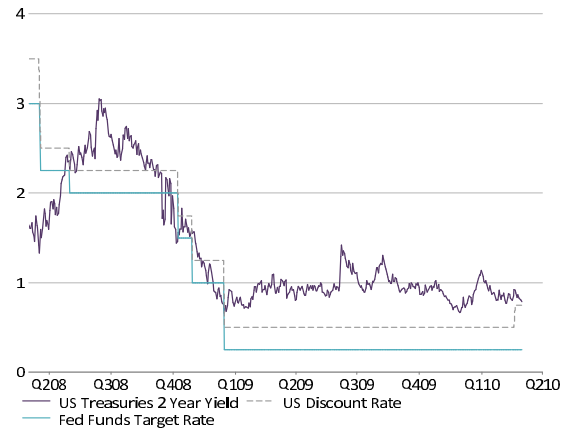
Come lo scorso mese, non vi sono cambiamenti significativi a livello dei fondamentali. La crescita segna una innegabile accelerazione ciclica, comunque non sostenibile a lungo. Contemporaneamente, mentre l'inflazione primaria ("headline") è in ripresa, **l'inflazione sottostante resta molto debole**. Si tratta di un fattore significativo che continuerà ad esercitare pressioni al ribasso sui rendimenti. In questo contesto, le Banche Centrali non sono per ora pronte a inasprire la politica monetaria attraverso un rialzo dei tassi, ma **alcune misure di liquidità stanno per scadere**, così come gli acquisti di titoli. Gli ultimi eventi confermano queste tendenze.

Negli Stati Uniti, la Fed ha rialzato il tasso di sconto, ribadendo la sua volontà di mantenere bassi i tassi ancora a lungo e descrivendo i diversi strumenti a sua disposizione per il ritiro delle liquidità e la riduzione del suo bilancio al momento opportuno. La complessa problematica dell'uscita dalle politiche monetarie espansive è ancora lontana da una soluzione, ma si può già prevedere che l'impatto sulla curva dei tassi ci sarà con l'imminenza o l'adozione di altre misure, quali un rialzo del tasso d'intervento (con i diversi metodi anticipati dalla Fed) o vendite di titoli. In entrambi i casi, **non prevediamo interventi prossimi**, quanto piuttosto una preparazione del terreno più avanti nell'anno per il primo punto e lo status quo per il secondo.

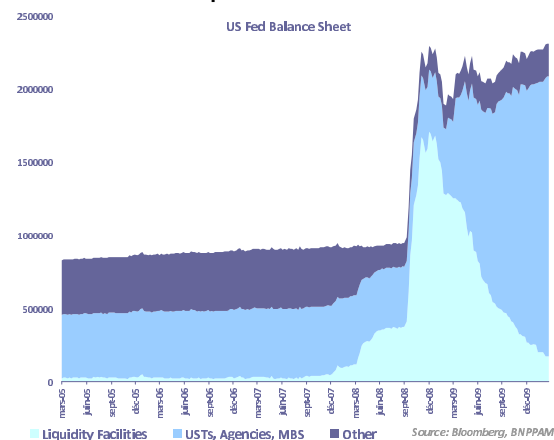
Nella zona euro, la BCE prosegue il graduale ritiro delle misure eccezionali di sostegno alla liquidità, senza peraltro intervenire sui tassi. I mercati obbligazionari potranno quindi tranquillizzarsi in merito a una stretta «classica» della politica monetaria, che non è prevedibile ancora per un lungo periodo. Essi dovranno, tuttavia, far fronte alle difficoltà di bilancio che attraversano alcuni paesi membri. È innegabile che le importanti misure adottate di recente dal governo greco aiutino a ridimensionare in parte il problema, ma non impediranno una prosecuzione del nervosismo sugli **spread sovrani**.

Manteniamo una posizione neutrale sui titoli di Stato nella nostra asset allocation.

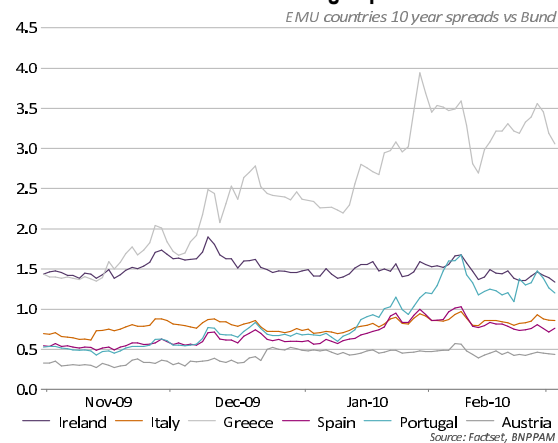
Nessun impatto sui tassi a breve dopo il rialzo del tasso di sconto



La Fed non procederà a vendite di titoli



Permarrà il nervosismo sugli spread sovrani





MERCATI OBBLIGAZIONARI

Credito IG e HY

Confermata una lieve sovraesposizione

Dopo la fase di consolidamento evocata lo scorso mese, il mercato del credito è nuovamente migliorato. Complessivamente, i fondamentali non hanno registrato particolari cambiamenti, e le tendenze di fondo restano invariate: il miglioramento degli utili e il processo di disindebitamento rappresentano ancora fattori positivi per il credito.

Per ora, il mercato dovrebbe continuare ad attrarre investitori alla ricerca di rendimenti, una ricerca che diventa sempre più difficile al livello degli spread attuali e che potrebbe a breve spingere la domanda verso titoli di minore qualità, ma che almeno in Europa accresce anche la discriminazione tra i diversi emittenti, soprattutto sul mercato primario. In altri termini, il periodo del denaro «facile» è terminato e la valutazione globale del mercato non giustifica una massiccia sovraesposizione.

La ripresa economica dovrebbe bastare a sostenere il mercato, con una crescita debole che rappresenta un valido compromesso tra utili e disindebitamento. Tuttavia, permangono molti dubbi sulla sua sostenibilità nel medio termine, dopo la fase di accelerazione che stiamo attraversando, ed eventuali incidenti, soprattutto su un rischio sovrano, sarebbero ovviamente negativi per il credito come per ogni classe di attivi rischiosi.

Da un punto di vista tecnico, i flussi verso i fondi High Yield restano orientati meno positivamente rispetto al ritmo osservato alla fine del 2009, una tendenza che non è molto favorevole. Riteniamo tuttavia che per ora, se scartiamo importanti shock esogeni, non dovremmo assistere a una fuga da questa classe di attivo. Per quanto riguarda le posizioni degli investitori - altra fonte di preoccupazione - la situazione non è migliorata sul fronte Investment Grade, ma si è almeno distesa per il segmento High Yield, soprattutto sulle posizioni più speculative.

Tenuto conto del nostro scenario tattico di propensione al rischio e dell'attrattiva del carry, manteniamo la nostra lieve sovraesposizione al mercato del credito. Il potenziale di guadagno assoluto, in particolare per il debito Investment Grade, è piuttosto limitato, soprattutto rispetto alle performance dello scorso anno, ma sembra presto per puntare a un'inversione di tendenza.

Riduzione delle posizioni long in HY, non in IG

Figure 30. High Grade Overall, All Respondents

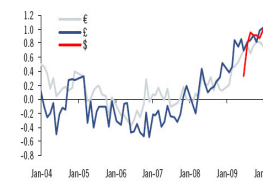


Figure 31. High Grade, Real Money and Leveraged Accounts

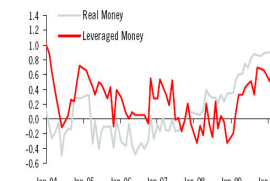
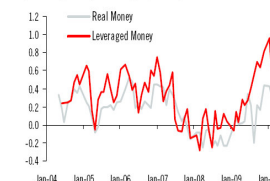


Figure 32. High Yield Overall, All Respondents

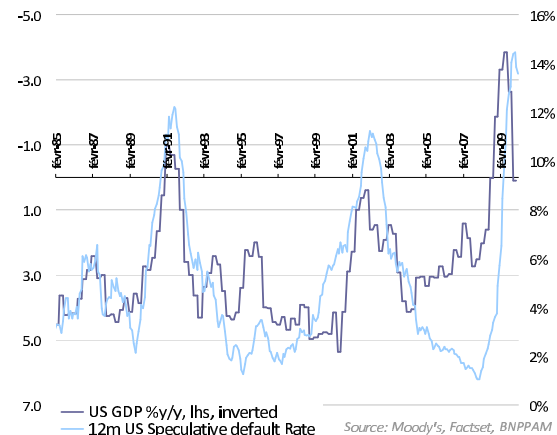


Figure 33. High Yield, Real Money and Leveraged Accounts



Source: Citigroup

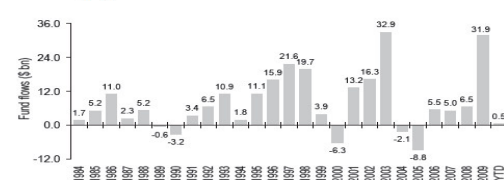
Ripresa economica positiva per i tassi d'insolvenza



Source: Moody's, Factset, BNPPAM

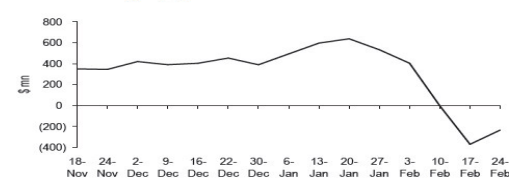
Flussi meno positivi per il mercato HY

Annual high-yield mutual fund flows



Sources: J.P. Morgan; AMG Data Services

Four-week rolling high-yield mutual fund flows



MERCATO DEI CAMBI

Continuiamo a preferire le valute di crescita contro euro e yen

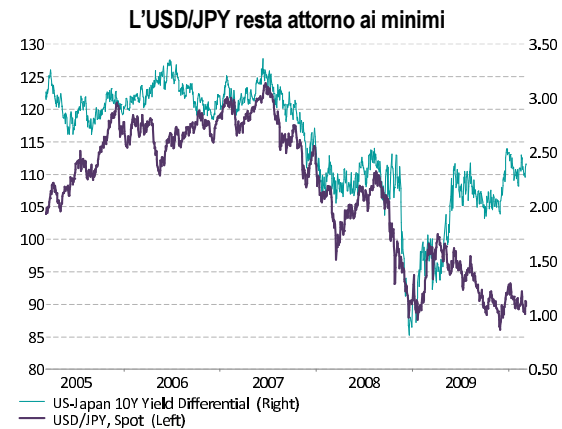
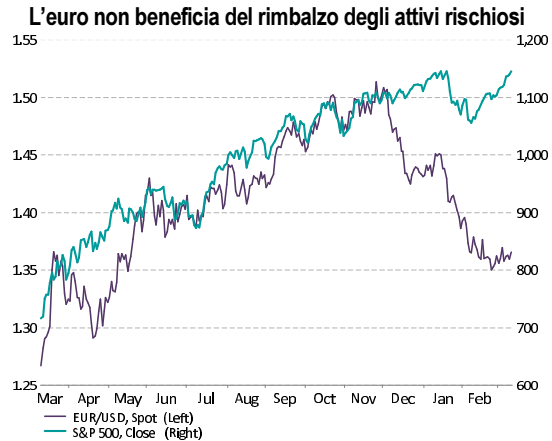
L'euro stenta a riprendersi. Nonostante il ritrovato interesse per gli attivi rischiosi, la valuta europea stenta a mostrare segnali di ripresa. Gli speculatori mantengono un posizionamento molto negativo e se la progressiva dissipazione dei timori sulla situazione della Grecia potrebbe permettere all'EUR/USD di riprendersi leggermente, il trend per il 2010 resta quello di un indebolimento dell'euro nei confronti del dollaro a causa di un posizionamento meno favorevole nel ciclo economico.

La sterlina resta sotto pressione. Il sentimento negativo degli investitori nei confronti della valuta britannica potrebbe perdurare in un contesto di timori sul debito sovrano e, più recentemente, di incertezze sulle prossime elezioni, per le quali gli ultimi sondaggi hanno fatto emergere crescenti rischi di un «hung parliament» (assenza di maggioranza stabile). Tuttavia, la correzione della sterlina rispetto all'euro è stata maggiore di quanto i rispettivi fondamentali economici lasciassero presagire ed è probabilmente in parte di origine tecnica. Siamo leggermente negativi sulla sterlina rispetto al dollaro, ma positivi rispetto all'euro.

Previsto un progressivo indebolimento dello yen. Lo yen continua a sorprendere per la sua resistenza nei confronti del dollaro, nonostante la previsione comune degli investitori che lo yen sia destinato a indebolirsi rispetto al dollaro man mano che aumenta il differenziale di tassi. Tanto più che le autorità giapponesi accoglierebbero senza dubbio positivamente una flessione dello yen che permetterebbe alle imprese nipponiche di ritrovare una maggiore competitività all'esportazione.

Valute di crescita ancora orientate positivamente. Continuiamo a preferire le valute di crescita, soprattutto i dollari australiano e canadese, le cui economie restano le meglio orientate. L'esposizione alle materie prime resta naturalmente un importante fattore di sostegno, così come per il dollaro australiano lo è la prossimità con la Cina.

economiche stentano a sorprendere al rialzo in Australia, limitando il potenziale di apprezzamento della valuta australiana.



Source: Factset, BNPP AM

Tuttavia, il rischio per i prossimi mesi è che le statistiche

mars-10

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	04-Mar-10	1Q 2010		2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.3690	1.35	1.40	1.40	1.45	1.37	1.42	1.35	1.40
	USD / JPY	93	88.53	88	93	95	100	95	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0289	1.05	1.10	1.10	1.15	1.10	1.15	1.10	1.15
	AUD / USD	0.90	0.9059	0.87	0.92	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5066	1.49	1.58	1.58	1.68	1.59	1.68	1.56	1.66
	USD / CHF	1.03	1.0687	1.07	1.11	1.03	1.07	1.05	1.10	1.07	1.11
EUR Block	EUR / JPY	134	121.20	121	128	135	143	133	140	138	144
	EUR / GBP	0.89	0.9087	0.87	0.92	0.85	0.90	0.83	0.88	0.83	0.88
	EUR / CHF	1.48	1.4630	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53	1.47	1.53

Source: BNPP AM as of 4/3/2010



BNP PARIBAS
ASSET MANAGEMENT



A BNP Paribas Investment Partner

MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

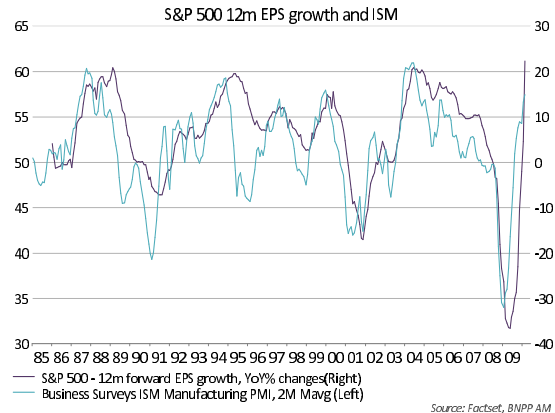
Confermata la lieve sovraesposizione, in uno scenario di ripresa economica, aumento dei profitti e liquidità ancora abbondante

Quadro macroeconomico e monetario ancora favorevole nel breve termine. Alcune delle fonti di inquietudine che avevano innescato la correzione in gennaio sono diminuite nelle ultime settimane, soprattutto quelle relative alla regolamentazione delle banche e alla stretta monetaria nei paesi emergenti (la Cina in particolare) che avrebbe potuto rimettere in discussione il vigore della crescita nelle regioni che sono il motore dell'attuale ripresa economica mondiale. L'indice MSCI World (espresso in dollari) è quindi cresciuto del 7,5% (chiusura del 9 marzo), dopo una flessione del 9,5% tra il 14 gennaio e il minimo dell'8 febbraio. Permangono tuttavia altri timori, come ad esempio la sostenibilità della ripresa economica, oltre che la «crisi greca» e il suo rischio di contagio. L'insolvenza di uno Stato europeo sul suo debito ci sembra una ipotesi molto poco probabile, ma i deficit pubblici eccessivi rappresentano effettivamente un problema e i paesi industrializzati non potranno sfuggire al necessario risanamento dei loro conti pubblici nei prossimi anni.

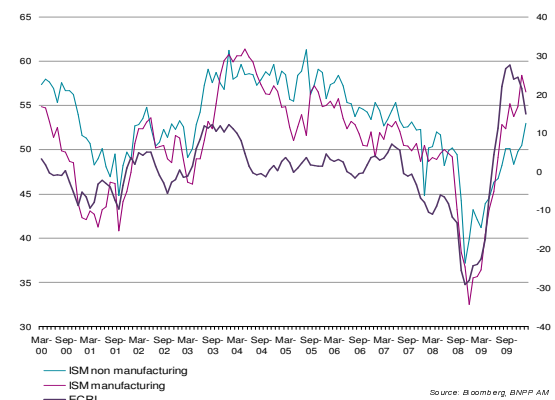
Sul fronte economico, gli indicatori prospettici sull'attività continuano a migliorare, anche se alcuni mostrano segnali di rallentamento (cfr. 2° grafico). Restiamo fiduciosi sulle prospettive di breve termine, soprattutto con buoni dati attesi negli Stati Uniti per il 1° semestre grazie alla solida ripresa del ciclo industriale. **L'economia mondiale prosegue la sua accelerazione** e dovrebbe raggiungere un ritmo di crescita superiore al suo potenziale nel corso dei primi trimestri dell'anno, per poi tornare verso un tasso di crescita più moderato. **Questo scenario resta favorevole ai mercati azionari finché la prospettiva di una stretta monetaria resta lontana, una ipotesi che coincide con il nostro scenario tenuto conto dell'assenza di pressioni inflazionistiche** (grazie soprattutto alla forte disoccupazione) e di una crescita debole. Inoltre, il fatto che le Banche Centrali (soprattutto Fed e BCE) inizino a realizzare progressivamente la loro «strategia di uscita» dalle misure eccezionali è un segnale che esse considerano migliorata la situazione del settore bancario.

Siamo invece meno ottimistici per la seconda parte dell'anno. Il rallentamento dell'attività nelle economie avanzate, legato al graduale venire meno di fattori di sostegno temporanei (ricostituzione delle scorte, ecc.) e la prospettiva del consolidamento delle finanze pubbliche ineluttabile per i paesi industrializzati costituiranno rischi importanti per i mercati azionari, ben più dell'inizio della normalizzazione monetaria.

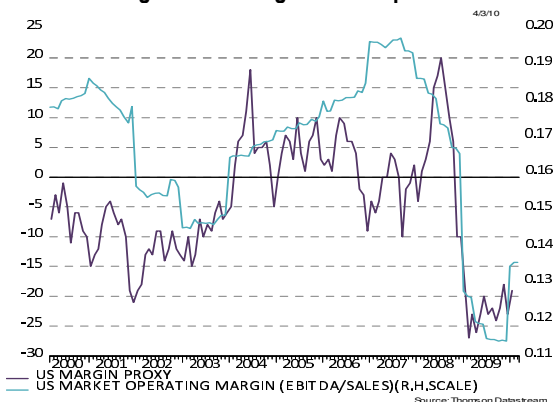
Forte rimbalzo della crescita economica e degli utili



Continuo miglioramento degli indicatori prospettici, ma attenzione ai segnali di rallentamento



Migliorano i margini delle imprese



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Forte rimbalzo degli utili nel 2010 con un continuo miglioramento dei margini. Le previsioni degli utili per azione continuano ad essere riviste al rialzo sulla scia di una buona stagione di risultati per il 4° trimestre 2009 che presentano percentuali elevate di sorprese positive sia sugli utili sia sui fatturati. La crescita degli utili non è quindi più trainata solamente dalla riduzione dei costi, ma anche da un rimbalzo delle vendite grazie al miglioramento congiunturale. Il potenziale di crescita ulteriore non è ancora totalmente esaurito grazie al proseguimento delle ristrutturazioni e della moderazione salariale, mentre la capacità delle imprese di aumentare i prezzi appare limitata. La ripresa ciclica in atto, il miglioramento dei margini e un effetto di base favorevole dovrebbero portare a un forte aumento degli utili quest'anno. L'attesa degli analisti di una crescita del 30% degli utili per azione dell'S&P500 in media per il 2010 sembra assolutamente raggiungibile.

Al contrario, le prospettive attuali del consensus *bottom-up* per il 2011 sembrano ottimistiche e sono probabili revisioni al ribasso verso la fine di quest'anno, una volta concluso il rimbalzo ciclico. I dubbi sulla sostenibilità e il vigore della crescita economica, la prosecuzione del processo di disindebitamento, la necessità di risanare i conti pubblici, che probabilmente determinerà un incremento delle imposte, sono tutti elementi che peseranno sulle vendite delle imprese e rimetteranno in dubbio l'attuale previsione del 20% di crescita degli utili attesi nel 2011.

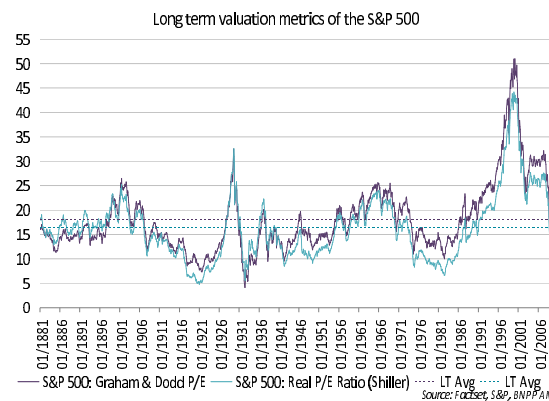
La valutazione, ragionevole, non costituisce oggi un motore dei mercati. In termini assoluti, i tradizionali rapporti di valutazione dei mercati azionari restano, come nei mesi scorsi, prossimi alla loro media di lungo termine: leggermente superiori se corretti per la ciclicità degli utili (Shiller P/E, Graham & Dodd), o leggermente inferiori (P/E prospettico a 12 mesi, P/BV). Rispetto ad altre classi di attivo, le azioni appaiono nettamente più attraenti. Nell'insieme, questi livelli di valutazione non costituiscono un motore al rialzo dei mercati, senza per questo essere penalizzanti.

Fatturati, margini e utili per azione: previsioni del consensus degli analisti

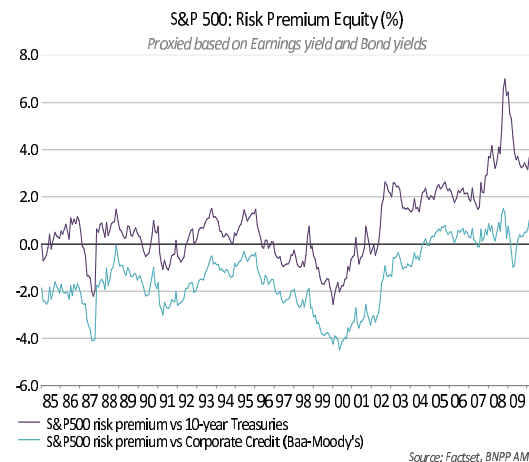
	Sales growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-8.0	6.9	6.6	5.2
S&P500 ex. Financials	-10.8	8.0	6.8	5.6
	Net income growth (%)			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P 500	-21.6	31.0	19.3	12.6
S&P500 ex. Financials	-22.0	22.3	14.6	10.8
	Margins (Net income/Sales), % - Ex. Financials			
	2009e	2010e	2011e	2012e
S&P500 ex. Financials	7.2	8.1	8.7	9.2
Difference, pb		0.9	0.6	0.4

Source: IBES, Datastream, BNPP AM

Valutazione ragionevole



Premi al rischio azioni



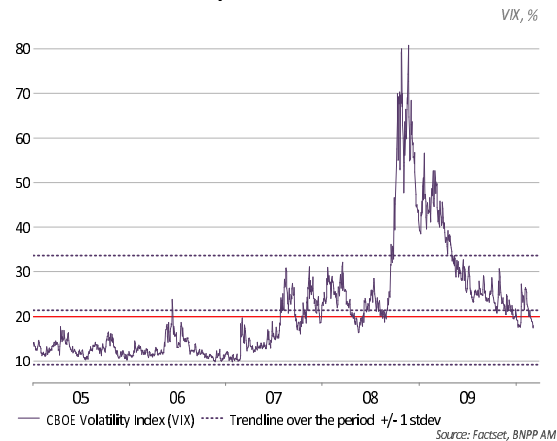
MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

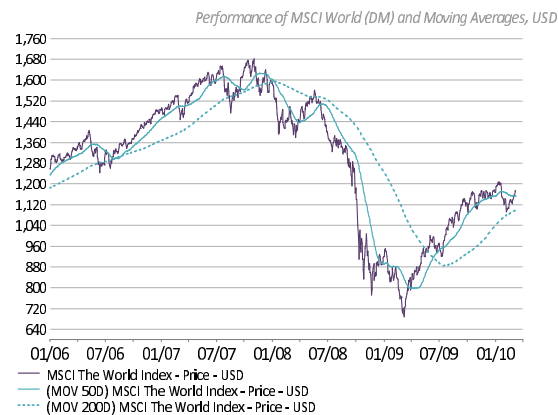
Fattori tecnici e di fiducia. Nonostante il rimbalzo dei mercati in corso dall'8 febbraio, gli indici di borsa non sono ancora tornati in zona di eccesso di comprato, anche se vi sono ora molto vicini. Gli indicatori di fiducia lanciano messaggi più ambigui nel breve termine: la fiducia degli investitori («advisors Bull/Bear») è nettamente migliorata, senza tuttavia ritrovare il suo recente picco di ottimismo; al contrario, il VIX si è nuovamente attestato sotto a 20 (al 9 marzo), un livello di compiacimento che milita a favore di una maggiore prudenza nel breve termine. Infine, gli indicatori di più lungo termine, come ad esempio le medie mobili, indicano ancora una tendenza rialzista ma con minor vigore.

In conclusione, restiamo ottimistici nel breve termine sui mercati azionari dei paesi industrializzati, tenuto conto della ripresa in atto dell'economia e dei profitti, di valutazioni ragionevoli e dell'assenza di una stretta monetaria da parte delle grandi Banche Centrali (della Fed in particolare) prima dell'inizio del 2011. Questo equilibrio tra crescita moderata e condizioni monetarie espansive è tuttavia fragile, ed eventuali brutte sorprese sull'ampiezza della ripresa dell'attività e/o gli annunci di un progressivo ritiro delle misure monetarie non convenzionali per drenare gli accessi di liquidità rischiano di essere fonte di preoccupazioni per gli investitori e quindi di volatilità per gli indici di borsa.

VIX : cala l'avversione al rischio; attenzione a un eccessivo compiacimento nel breve termine



MSCI World : tendenza rialzista



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Ancora privilegiati Stati Uniti e Gran Bretagna; ridotta a sottoponderata la zona euro

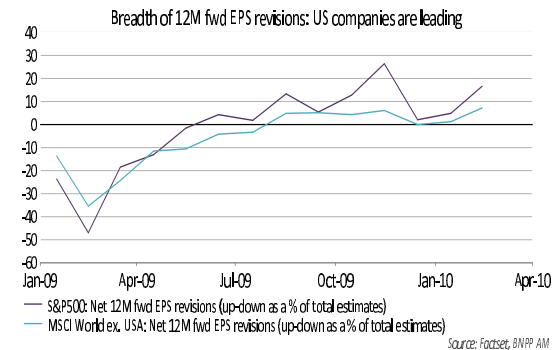
Continuiamo a privilegiare gli Stati Uniti e la Gran Bretagna nella nostra ripartizione geografica tra i paesi industrializzati, ma per ragioni indipendenti. Il mercato azionario americano continua a beneficiare di un rimbalzo ciclico dell'economia più dinamico della media degli altri grandi paesi industrializzati, grazie a uno scenario fiscale e monetario ancora molto favorevole e che dovrebbe rimanere tale nei prossimi mesi. La dinamica delle revisioni degli utili, molto ben orientata in termini assoluti e relativi, dovrebbe quindi restare positiva nonostante il recente rafforzamento del dollaro. In Gran Bretagna, il ritardo nel ciclo economico e le incertezze sul risultato delle prossime elezioni e sul programma economico che sarà varato per risolvere le difficoltà strutturali continuano a pesare sulle prospettive. Tuttavia, questo mercato dovrebbe ancora beneficiare della politica monetaria particolarmente espansiva della BoE – alla quale è molto sensibile – oltre che del tasso di cambio della sterlina e del suo notevole impatto sui risultati delle imprese quotate.

Manteniamo un'esposizione neutrale sul Giappone i cui fondamentali restano negativi nonostante un miglioramento congiunturale legato alla sua esposizione ai paesi asiatici a forte crescita. Infatti, le pressioni deflazionistiche e uno yen ancora forte pesano sulle prospettive di utile. Tuttavia, nel breve termine la dinamica delle revisioni degli utili resta orientata positivamente e i livelli di valutazione sono interessanti, il che continua a giustificare un'esposizione neutrale a questo mercato. Riduciamo la nostra sottoponderazione sul mercato canadese sulla scia del rimbalzo delle materie prime, senza tuttavia raggiungere una posizione neutrale a causa della forza del dollaro canadese e di una valutazione relativa elevata.

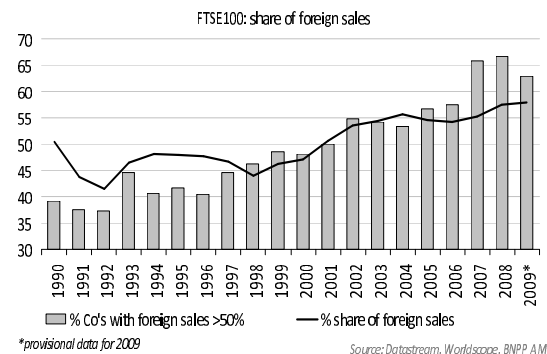
La riduzione dell'esposizione della zona euro da «sovra» a sotto-ponderata rappresenta il movimento più significativo di questo mese. Riteniamo infatti che dopo il recente rimbalzo di questo mercato, i timori di una stretta fiscale, in una fase di ripresa ancora stagnante, dovrebbero nuovamente penalizzare le borse della zona euro in termini relativi. Inoltre, nonostante fattori di sostegno quali la valutazione e il recente indebolimento dell'euro, preferiamo realizzare plusvalenze dopo l'ultimo rimbalzo per ridurre sensibilmente la nostra esposizione a questo mercato. Restiamo prudenti anche sul mercato svizzero, nonostante un notevole miglioramento congiunturale, a causa della forza del franco rispetto all'euro, del carattere difensivo di questo mercato che è penalizzante nel breve termine e infine delle incertezze che continuano a pesare sul settore finanziario. Restiamo prudenti anche sul mercato australiano, alla luce del ciclo di stretta monetaria in corso,

sommato alla forza del dollaro australiano e dei livelli di valutazione ancora poco attraenti.

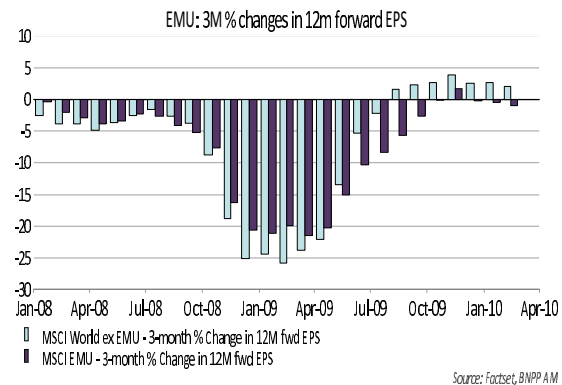
USA: « breadth » delle revisioni degli utili favorevole



Gran Bretagna: vendite molto esposte al commercio mondiale



Zona Euro: dinamica delle revisioni degli utili inferiore alla media mondiale



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Il peggio è forse alle spalle, ma il consolidamento prosegue

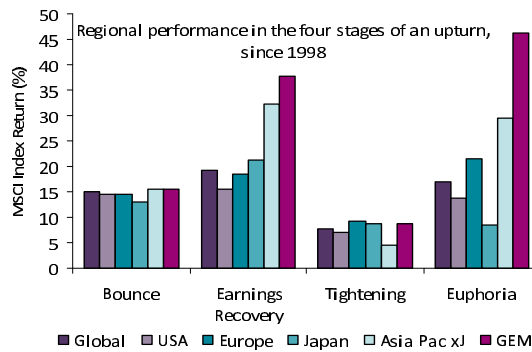
Continuiamo a preferire i mercati industrializzati rispetto agli emergenti per considerazioni di natura tecnica e fondamentale, soprattutto il posizionamento dei due mercati rispetto al loro ciclo di crescita economica. La fortissima sovraperformance delle borse emergenti nel 2009 gioca a favore di un periodo di consolidamento e l'ottimismo elevato e troppo consensuale degli investitori rappresenta un altro fattore tecnico che invita alla prudenza. Per quanto riguarda il ciclo economico, gli ultimi dati confermano che il picco di crescita della zona emergente è ormai alle spalle. Gli indicatori prospettici continuano a invertire la tendenza, mentre la fase di normalizzazione delle politiche monetarie è ormai ben avviata in alcuni grandi paesi emergenti. La Cina, l'India e il Brasile hanno già rialzato le riserve obbligatorie per le banche, mentre la Malaysia ha rialzato il tasso d'intervento all'inizio di marzo, e altri paesi, come la Corea, lo faranno presto. Il messaggio relativo tra le due zone è stato corretto in valuta locale, ma più sfumato in termini di dollari USA, che ha perso nettamente terreno nei confronti delle valute emergenti.

Storicamente, i mercati emergenti offrono il meglio di sé in periodi di ripresa degli utili, e perdono una parte della loro leadership in periodi di stretta monetaria per riprendersi di nuovo nelle fasi di euforia. Ciò implica che nei prossimi mesi gli indici emergenti oscilleranno nella migliore delle ipotesi in linea con quelli dei mercati industrializzati, ma con rischi superiori a causa della loro sensibilità alla liquidità globale. La fase di normalizzazione monetaria ha già iniziato a incidere sulle revisioni degli utili dei principali mercati emergenti. Infatti, Cina e India presentano una revisione moderata dei loro utili del 2010/11 negli ultimi mesi.

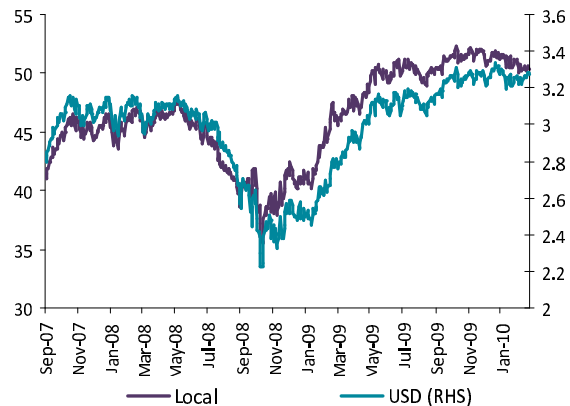
Il rischio di una flessione delle azioni in reazione alla stretta monetaria è limitata, poiché l'inflazione in atto ha un carattere più ciclico che strutturale, giustificando tutt'al più una normalizzazione delle politiche monetarie. Inoltre, la forte crescita dei consumi interni (Brasile e India, e sempre più in Cina) permette agli emergenti di resistere meglio agli shock esterni, offrendo nel contempo un potenziale di crescita superiore nel lungo termine.

A livello tecnico, gli indici emergenti hanno registrato un forte rimbalzo da metà febbraio, dopo essere stati in eccesso di venduto e aver toccato un importante livello di supporto. È tornata la propensione al rischio (contrazione degli spread e calo delle volatilità implicite) e i nostri indicatori di tendenza sono di nuovo orientati positivamente, corroborati dai modelli di *sentiment* anch'essi tornati positivi da metà febbraio. Il periodo di consolidamento può durare ancora per qualche mese, ma i minimi sono probabilmente già stati toccati in febbraio.

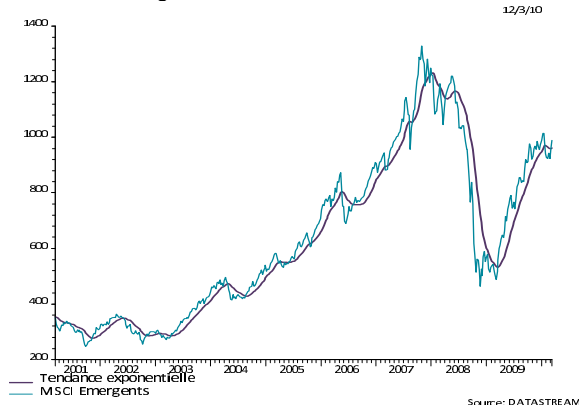
Stretta monetaria, moderazione delle performance



Performance degli emergenti rispetto agli industrializzati



Indice emergente: Tendenza nuovamente rialzista



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Il consolidamento in atto non altera fondamentalmente il nostro scenario di medio termine sui mercati emergenti. Infatti, anche se attualmente gli indicatori ciclici iniziano a frenare, le condizioni monetarie resteranno molto favorevoli e i tassi d'interesse dovrebbero restare bassi per un lungo periodo sui mercati emergenti e nelle economie industrializzate, un fattore positivo per gli attivi finanziari. Infine, la tendenza ribassista del tasso di disoccupazione, e l'incremento dei consumi privati e degli investimenti genereranno un potenziale di crescita strutturalmente superiore a quello dei paesi industrializzati, e dovrebbero incoraggiare i fondi esteri ad incrementare le loro esposizioni sui mercati emergenti.

Gli ultimi dati economici indicano ancora una crescita economica molto sostenuta in Cina, soprattutto prezzi degli immobili nettamente orientati al rialzo e un tasso d'inflazione che si avvicina rapidamente agli obiettivi tollerati dalle autorità. Questo quadro può spingere le autorità a una maggiore vigilanza e a restringere ulteriormente le condizioni monetarie (che restano ancora molto generose), il che naturalmente non è favorevole per le borse.

Siamo piuttosto ottimistici sui rischi d'inflazione, che sono più ciclici che strutturali. Infatti, le derrate alimentari sono le principali responsabili del rialzo, mentre la componente sottostante aumenta molto moderatamente. L'ultimo sondaggio PMI e i dati aneddotici sul mercato immobiliare suggeriscono che l'economia cinese sta reagendo positivamente alle misure amministrative adottate dalle autorità, un elemento che può placare le aspettative inflazionistiche. I prestiti bancari certo diminuiranno, ma resteranno comunque a livelli storicamente elevati.

Dopo la fase di consolidamento, le **azioni cinesi** presentano ora valutazioni corrette, anche se le revisioni degli utili sono divenute meno favorevoli. Noi siamo ora meno negativi sulle azioni cinesi, e proponiamo una sottoponderazione appena marginale rispetto all'universo emergente. Tecnicamente, le azioni cinesi hanno registrato un rimbalzo su un importante livello di supporto.

Taiwan e la Corea del Sud registrano un forte rimbalzo della loro attività economica, e la forte fiducia gioca a favore di un proseguimento della crescita. Queste due economie beneficiano della loro esposizione alla ripresa ciclica globale e della riduzione delle imposte. Le condizioni monetarie sono ancora favorevoli, con tassi d'interesse a livelli molto bassi. La valutazione della Corea resta attraente in termini storici: infatti gli utili continuano a crescere nettamente nel 2010, in rialzo del 38% secondo le ultime previsioni.

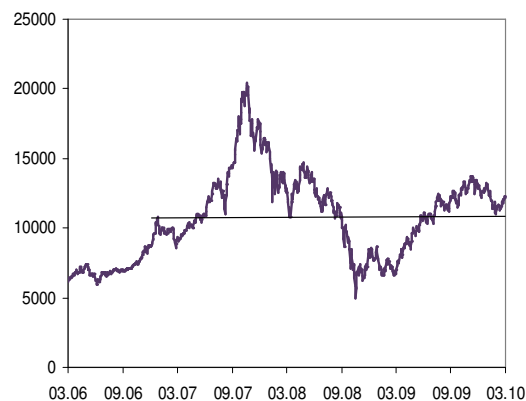
Mercati emergenti: revisioni meno favorevoli per i grandi mercati

Country	1m % change in earnings estimates		3m % change in earnings estimates	
	Year 1	Year 2	Year 1	Year 2
Brazil	1	-0.1	2	0.5
China	0.6	0.2	1.2	1.1
India	-0.1	0.9	-0.8	1.1
Korea	1.7	1.2	0.9	3.2
Mexico	-0.4	2.2	0.8	1.7
Russia	4.2	5.3	17.6	22.3
SouthAfrica	0.3	1.3	0	2.1
Taiwan	6.3	3.5	15.5	9.1

Cina: valutazione nuovamente attraente



Indice Cinese HSCEI : rimbalzo su un importante livello di supporto



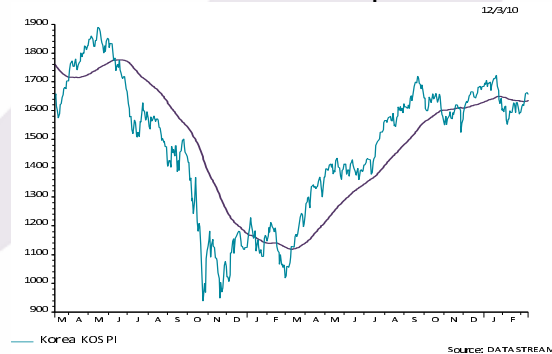
MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

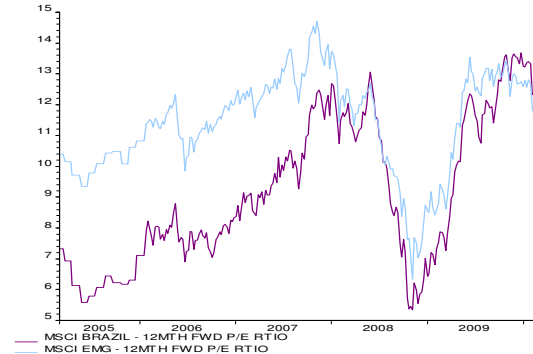
Il **mercato di Taiwan** ha realizzato negli ultimi mesi performance deludenti sotto l'effetto della maggiore avversione al rischio, nonostante le forte revisioni degli utili. Restiamo sovrapponderati sul mercato per considerazioni di natura strutturale. Taiwan infatti beneficia dei progressi nelle sue relazioni economiche con la Cina, che permettono di accrescere l'esposizione delle imprese del paese al consumatore cinese. Anche le migliori prospettive sul ciclo dei semiconduttori dovrebbero avvantaggiare il mercato. Infine, la borsa di Taiwan ha realizzato performance nettamente inferiori all'universo degli emergenti e sta ora formando una base.

I timori per la stretta monetaria in Cina, primo partner commerciale del **Brasile**, hanno fatto crollare l'indice Bovespa in gennaio. Sembra tuttavia che questi timori siano stati sopravvalutati dal mercato che è quasi tornato al suo livello di inizio anno, ossia solo il 10% meno del record storico raggiunto nel maggio 2008. Gli indicatori di trend sono ancora orientati positivamente, la ripresa economica è solida e gli utili dovrebbero crescere del 22% nel 2010. Siamo quindi fiduciosi sulle prospettive del Brasile nel medio termine, ma preferiamo restare leggermente sottoesposti alla luce dei rischi di correzione a breve termine dopo i possibili rialzi dei tassi d'interesse.

Corea del Sud: indice orientato positivamente



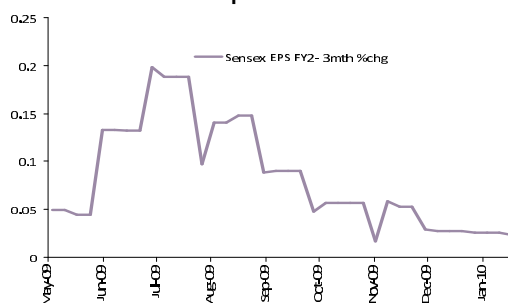
Brasile: le valutazioni sono relativamente care



Le buone prospettive dell'economia **indiana** sono ancora in grado di sostenere il mercato azionario. Inoltre, il mercato ha accolto con favore l'annuncio del bilancio per l'anno fiscale 2011, che prevede di ridurre il deficit fiscale e di incrementare i fondi dedicati allo sviluppo delle infrastrutture. Con questa unica eccezione, il mercato indiano non è stato alimentato da grandi sorprese. La crescita degli utili delle imprese nel terzo trimestre 2010 è rimasto in linea con le aspettative e l'indice delle revisioni degli utili resta stabile. **Consigliamo una posizione neutrale su questo mercato.**

Le azioni **russe** hanno ripreso la loro tendenza positiva alla fine di febbraio, sostenute dalle buone prospettive sulle materie prime che hanno indotto gli analisti a rivedere al rialzo le stime degli utili delle imprese russe. Inoltre, il rafforzamento del 17% del rublo nello scorso anno è positivo per le banche che possono coprire più agevolmente i loro debiti in valute estere. La valutazione delle azioni russe si è inoltre triplicata rispetto ai minimi di ottobre 2008, ma resta ancora attraente. Consigliamo una posizione neutrale su questo mercato.

India: l'indice delle revisioni degli utili è stabile, ma positivo



Continuiamo a ridurre la sottoesposizione sul **Sud Africa**. Infatti, le recenti revisioni degli utili sulla scia di un netto miglioramento della congiuntura hanno reso molto più interessanti le valutazioni. Inoltre, la stabilizzazione della valuta è in grado di sostenere le imprese esportatrici di materie prime.

La **Turchia** si trova nelle ultime settimane in una fase piuttosto negativa. Le recenti tensioni politiche rischiano infatti di accrescere la prudenza degli investitori nei confronti di questo paese. Inoltre, le trattative con l'FMI sono state nuovamente sospese. **Consigliamo quindi un'esposizione leggermente negativa.**





AVVERTENZA

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.

