



STRATEGIA DI INVESTIMENTO

Maggio **10**

12 maggio 2010

Uno shock che rischia di lasciare tracce

Le ultime settimane hanno visto i mercati preoccuparsi della crisi dei paesi periferici della zona euro, prima di registrare un forte rimbalzo grazie al piano di salvataggio presentato dagli europei. La natura dei rischi evocati (insolvenza sul debito sovrano, esplosione dell'euro, etc.), nonché l'ampiezza dei movimenti, potrebbero far temere il ritorno ad un andamento molto altalenante dei mercati nel prossimo futuro. Riteniamo tuttavia che occorra scartare le interpretazioni estreme. Nonostante un contagio alle altre classi di attivo, non si tratta di una crisi del debito sovrano in senso ampio, bensì di uno shock che è rimasto molto localizzato alle economie periferiche della zona euro (parallelamente sono diminuiti i tassi sovrani per i principali emittenti del mondo industrializzato). La risposta politica dei membri della zona euro è poi stata particolarmente determinata, con un piano calibrato per inviare un chiaro segnale politico della loro volontà di difendere l'unione monetaria. Restiamo dell'idea che un'insolvenza o l'uscita dall'euro di uno dei paesi della zona rimanga un'eventualità poco credibile in questa fase. Infine lo scenario congiunturale mondiale è oggi meno preoccupante rispetto al 2007/2008.

Nel medio termine, tuttavia, questo eccesso di nervosismo rischia di lasciare tracce sugli attivi rischiosi. Dubitiamo che quello a cui abbiamo assistito sia stato un semplice consolidamento in un mercato rialzista, per due ragioni.

La prima è che, sul piano economico, il nostro scenario di un rallentamento dei tassi di crescita nei paesi industrializzati (soprattutto negli Stati Uniti) nella seconda parte dell'anno resta d'attualità, e la scadenza si avvicina. La seconda ragione si basa sulla percezione che i mercati hanno del problema del debito pubblico. Da marzo-aprile 2009, i mercati hanno lasciato questa questione in secondo piano, concentrando la loro attenzione sul calo dei rischi sistemici nel settore finanziario, sul rimbalzo della crescita mondiale e sul miglioramento degli utili delle imprese. Questa «storia» favorevole agli attivi rischiosi corre oggi il pericolo di cambiare trama, da un lato, a causa della relativa debolezza prevista per la ripresa e, dall'altro lato, perché il problema del debito pubblico e delle sue conseguenze (difficoltà di finanziamento per gli Stati, effetti recessivi delle politiche di riduzione dei deficit, etc.) non sarà risolto rapidamente. È infatti una situazione generalizzata in cui versano tutte le economie industrializzate e per questo di difficile soluzione.

Continuiamo quindi a ridurre la rischiosità del nostro portafoglio, una scelta che in maggio si è tradotta nel ritorno ad una posizione neutrale sulle azioni industrializzate, sul credito *Investment Grade* e sulle materie prime agricole.

ASSET ALLOCATION	2
PROSPETTIVE ECONOMICHE	3
Punto di vista	3
Aree industrializzate	4
Zone emergenti	5
MERCATI OBBLIGAZIONARI	6
Titoli di Stato	6
Credito IG e HY	7
MERCATO DEI CAMBI	8
MERCATI AZIONARI	9
Mercati industrializzati	9
Mercati emergenti	11
STRATEGIE ALTERNATIVE	13
Materie Prime	13
AVVERTENZA	14



ASSET ALLOCATION

Decisioni di allocazione

- Prosegue il movimento di riduzione del rischio nel nostro portafoglio.
- Le azioni industrializzate sono riportate ad un'esposizione neutrale. Lieve preferenza per le azioni emergenti.
- Anche il credito *Investment Grade* è tornato neutrale.
- Sulle *commodities*, ridotto il petrolio e le materie prime agricole, aumentato l'oro.

Arbitraggio azioni industrializzate

- Confermata la sovraperponderazione del mercato americano.
- Ridotta la sottoesposizione della zona euro dopo la sua netta sottoperformance.
- Adozione di una lieve sovraesposizione sul Giappone.

Arbitraggio azioni emergenti

- Ancora preferita la Corea.
- Adottata una lieve sovraesposizione sulla Russia.
- Gli altri BRIC restano da neutrali a leggermente negativi.

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

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.02	0.2%	0.8%
Emerging Equities	0.08	0.6%	0.7%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.00	0.0%	0.0%
Investment Grade	0.00	-0.1%	1.0%
High Yield	0.08	1.7%	1.1%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.2%
Base Metals	0.03	0.3%	0.5%
Gold	0.06	0.5%	0.3%
Agricultural	0.00	0.0%	0.3%
Cash Euro		-3.4%	-5.0%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1.00%
Real Ex-ante Volatility	0.74%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.32	2.4%	2.5%
Canada	-0.12	-0.7%	-0.3%
Euroland	-0.12	-1.0%	-2.6%
Japan	0.26	1.2%	0.1%
UK	0.08	0.7%	2.5%
Switzerland	-0.13	-0.9%	-1.3%
Australia	-0.29	-1.7%	-0.8%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.6	-7.0%	6.7%
Euroland	0.4	6.4%	-0.5%
Japan	-0.4	-4.8%	-0.5%
UK	0.0	-0.7%	-5.2%
Switzerland	0.6	6.1%	-0.5%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	-0.1	-0.5%	-0.5%
China	0.0	0.0%	0.0%
India	-0.1	-0.5%	0.0%
South-Korea	0.2	1.2%	1.2%
Taiwan	0.1	0.3%	0.5%
Russia	0.1	0.4%	0.0%
South Africa	-0.2	-1.1%	-1.3%
Turkey	0.0	0.1%	0.0%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Punto di vista

Banche centrali nuovamente in prima linea

La normalizzazione monetaria è iniziata...

...ma non negli Stati Uniti o nella zona euro

La BCE annuncia acquisti di titoli (e li realizza)

Le dimensioni contano. Si è accentuata la differenza emersa lo scorso autunno tra le «grandi» Banche Centrali (Fed, BCE, BoE e BoJ) e le «piccole» che hanno avviato il loro ciclo restrittivo poiché ritengono sufficientemente solida l'attività economica. Il rialzo dei tassi resta tuttavia limitato da considerazioni internazionali. La Banca di Norvegia, che ha appena portato al 2% il suo tasso ufficiale, ha indicato che l'andamento complessivo dell'Europa potrebbe incidere sull'economia norvegese. La Banca Centrale Australiana, dopo una pausa all'inizio dell'anno, prosegue la stretta monetaria, rialzando al 4,50% il tasso di riferimento il 5 maggio (sesto rialzo di 25 pb da ottobre). La Banca del Canada, che si era impegnata a mantenere stabili i tassi fino alla fine del semestre, ha modificato i suoi toni in aprile. Numerose Banche Centrali delle aree emergenti sono passate ai fatti, attraverso un rialzo dei tassi (India o Brasile) oppure aumentando il livello delle riserve obbligatorie (Cina). Queste decisioni si inseriscono nel quadro della lotta all'inflazione e/o alla formazione di bolle sugli attivi (soprattutto immobiliari).

Salvatori del mondo? Negli Stati Uniti, la maggior parte delle operazioni straordinarie di rifinanziamento e gli acquisti di titoli sono terminati alle date previste, mentre ora si stanno tentando misure di ritiro della liquidità. Peraltro, Ben Bernanke non sembra aver urgenza di avviare una vera stretta monetaria (aumento del tasso di remunerazione delle riserve e del tasso dei Fed Funds e riduzione delle riserve eccedenti). La brusca reazione al rialzo di 25 pb del tasso di sconto in febbraio ha confermato che ogni gesto della Fed è tenuto sotto sorveglianza. Quindi, anche se la diagnosi sull'attività migliora regolarmente ed una politica di tassi zero rischia di porre problemi in prospettiva (soprattutto in termini di credibilità), la Fed dovrebbe attendere l'anno prossimo per modificare i suoi tassi, anche grazie all'assenza di pressioni inflazionistiche.

Di fronte alla «crisi greca» e dopo alcune esitazioni, la BCE ha rinunciato a molti dei suoi principi. All'inizio di maggio, dopo il declassamento a livello d'investimento speculativo del debito sovrano greco, la Banca Centrale Europea aveva indicato che avrebbe accettato questi titoli come collaterale a prescindere dal loro rating. Poi, alcuni giorni dopo la riunione del Consiglio Direttivo nella quale questa eventualità «non era stata discussa», la decisione di acquistare il debito (pubblico e privato) è stato annunciato nel quadro del piano europeo di emergenza rivelato il 10 maggio. Fino ad ora, mentre la Fed, la BoE e, in una certa misura, la BoJ avevano realizzato programmi di questo tipo, la BCE si era mostrata più timida (acquisti limitati di obbligazioni garantite), concentrando i suoi sforzi sul rifinanziamento generale del sistema bancario. Infine, ha riattivato il dispositivo di aste illimitate dal quale stava progressivamente uscendo. La BCE è ben lontana dall'ortodossia monetaria e dovrebbe mantenere il tasso refi all'1% ancora per quasi un anno.

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				
<small>M= Mean; H= High; L=Low</small>																								
Developed Economies																								
USA	-2.4	3.2	3.9	2.5	[3.1]	3.1	4.4	1.5	[3.0]	-0.3	2.1	3.0	1.6	[2.2]	1.9	3.9	0.8	[1.9]						
Canada	-2.6	3.2	3.4	2.5	[2.9]	3.0	3.6	2.3	[3.2]	0.3	1.9	2.2	1.5	[1.8]	2.2	2.6	1.7	[2.2]						
Euro zone	-3.9	1.2	1.8	0.6	[1.1]	1.5	2.6	1.0	[1.5]	0.3	1.2	1.5	0.8	[1.1]	1.4	1.8	0.7	[1.4]						
UK	-5.0	1.3	2.2	0.9	[1.4]	2.3	3.2	1.4	[2.3]	2.2	2.7	3.6	1.8	[2.6]	1.7	3.6	0.3	[1.7]						
Switzerland	-1.5	1.8	2.5	0.9	[1.5]	1.9	2.8	1.1	[1.8]	-0.5	1.0	1.3	0.7	[0.8]	1.1	1.7	0.8	[1.1]						
Japan	-5.2	2.2	2.8	1.5	[1.9]	1.6	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.1	-0.6	-1.6	[-1.1]	-0.2	0.6	-0.7	[-0.3]						
Australia	1.3	3.3	3.8	2.6	[3.1]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.6	3.0	2.2	[2.5]	2.8	3.3	2.6	[2.7]						

Source: Consensus Forecasts as of 12/04/2010



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Aree industrializzate

Non estrapolare la dinamica di crescita attuale

Negli Stati Uniti, su base annualizzata, la domanda interna al netto delle scorte (crescita «sottostante») è aumentata del 2,2% nel 1° trimestre 2010 come era avvenuto nel secondo semestre 2009....

...e non dovrebbe accelerare prima della fine dell'anno

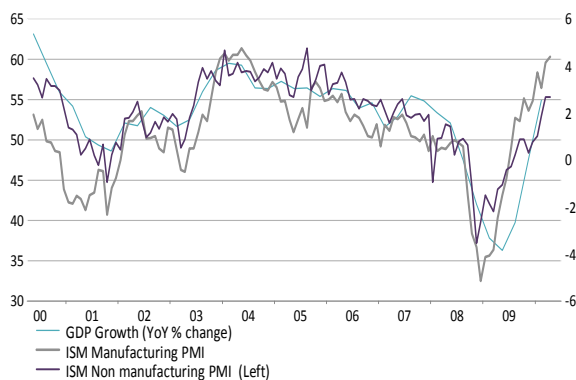
Una zona euro troppo eterogenea

Periodo delicato per l'economia britannica

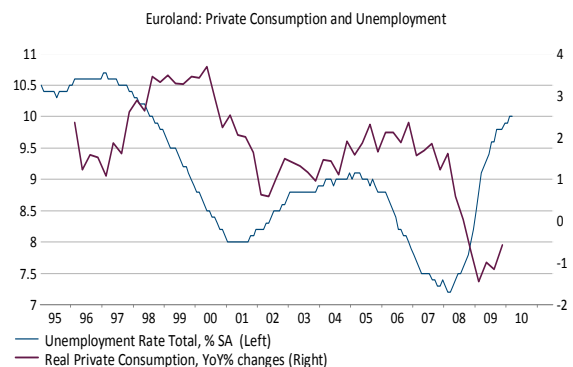
Una volta concluso il processo di ricostituzione delle scorte, la crescita pubblicata del PIL americano (3,2% nel 1° trimestre) dovrebbe attestarsi attorno alla crescita «sottostante» (al netto delle scorte e della domanda estera) che è stabile attorno al 2,2% dalla metà del 2009. Come previsto, i consumi si sono rivelati sostenuti all'inizio dell'anno (+3,6% dopo l'1,6%), e gli investimenti produttivi ripartono, soprattutto sotto l'effetto del rinnovo del parco informatico. Il settore immobiliare, sia residenziale sia commerciale, resta depresso. **Le prospettive per i prossimi trimestri non sono in assoluto negative, poiché lo scenario di un ritorno alla recessione può ormai essere scartato, ma non sono neanche delle più entusiasmanti.** L'occupazione resta la questione centrale di questa ripresa. I dati di aprile sono piuttosto incoraggianti, con la creazione netta nel settore privato di 120.000 posti di lavoro in media ogni mese da gennaio ed un effetto positivo (ma molto transitorio) in futuro nel settore pubblico per le assunzioni legate al censimento. Il tasso di disoccupazione è elevato (9,9%) e dovrebbe diminuire molto lentamente, il che peserà a lungo sui salari. Lo sblocco delle riduzioni delle imposte (famiglie e imprese) previste nel quadro del piano di rilancio da 787Md\$ ha subito un'accelerazione nel 1° trimestre. Se il ritmo resta invariato, il totale pari a 288Md\$ dovrebbe essere raggiunto alla fine del 2° trimestre. La crescita dell'attività (sostenuta fino ad ora da queste misure e dalla riduzione del tasso di risparmio al 2,7% in marzo, a fronte del 4% a fine 2009) dovrebbe quindi essere più modesta, tanto più che l'accelerazione industriale è ormai alle spalle. **Il Giappone** beneficia del dinamismo asiatico e si moltiplicano i segnali favorevoli sulla domanda interna. La BoJ resta tuttavia preoccupata per la deflazione e non prevede di interrompere il suo sostegno al credito.

Gli ultimi sondaggi sull'attività nella zona euro sono incoraggianti, poiché il clima degli affari beneficia della debolezza della valuta. Dopo una crescita limitata nel 1° trimestre (0,2% secondo la prima stima), l'attività dovrebbe andare meglio, visto anche che il credito dà segnali di ripresa. I consumi, tuttavia, restano depressi e la congiuntura non è uguale ovunque: se gli industriali tedeschi o francesi prevedono di aumentare i loro investimenti, lo stesso non può dirsi per Spagna e Italia. **In Gran Bretagna**, il miglioramento ciclico perde vigore, l'inflazione continua ad accelerare e il paese dovrà far fronte a vincoli di bilancio. Il governo di coalizione (tra conservatori e liberal-democratici uscito dalle urne il 6 maggio) rischia di complicare il quadro, anche per la BoE.

USA: sondaggi ISM ancora orientati positivamente



Zona Euro: i consumi non entusiasmano



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Zone emergenti

Il picco di crescita è probabilmente alle spalle

Le economie emergenti evidenziano ancora una crescita sostenuta

Contrariamente ai membri del G7, i paesi emergenti presentano un livello d'indebitamento molto basso

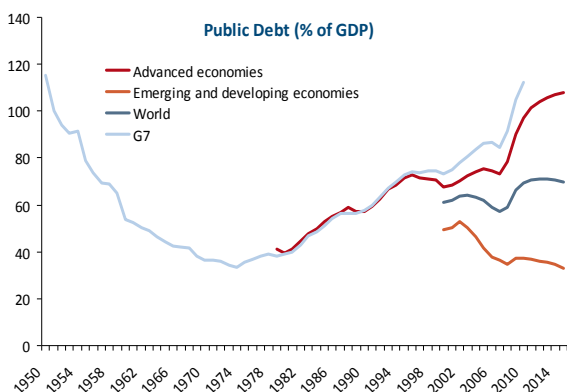
In Cina, le autorità combattono con determinazione le speculazioni immobiliari

Le economie emergenti evidenziano ancora una crescita sostenuta, e beneficiano delle revisioni positive del consensus. Nel suo ultimo rapporto di aprile, l'FMI ha nettamente rivisto al rialzo i paesi dell'ASEAN, il Brasile, l'India e i paesi dell'Est. L'organismo prevede una crescita del PIL rispettivamente al 6,3% e al 6,5% per il 2010 e il 2011. Il livello di fiducia dei consumatori è molto elevato, il che offre buone prospettive per la domanda interna, come emerge dal forte rialzo delle vendite al dettaglio, soprattutto in Asia.

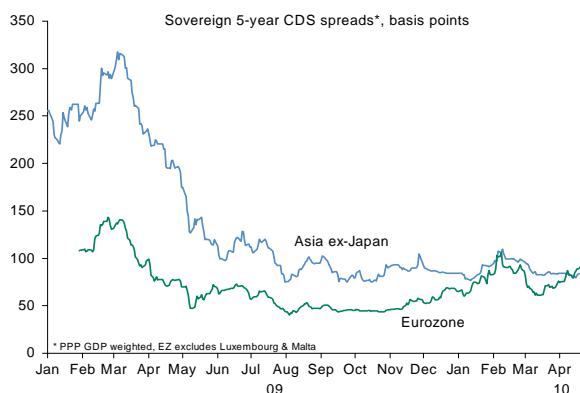
Il picco del ciclo di crescita è probabilmente alle spalle per i principali paesi. Infatti, la Cina è determinata a sgonfiare la bolla immobiliare agendo in modo mirato sulle condizioni monetarie, mentre il Brasile e l'India hanno semplicemente aumentato i loro tassi d'intervento. Si tratta di misure di natura ciclica poiché l'inflazione non mostra segnali di incremento, ed è in tendenza ribassista in Russia e India. Nel lungo termine, l'inflazione dovrebbe persino orientarsi al ribasso viste le eccedenze di capacità, il che autorizza a mantenere una liquidità abbondante. Contrariamente ai membri del G7, i paesi emergenti presentano un livello d'indebitamento molto ridotto e, nel caso asiatico, il costo di protezione dalle insolvenze (CDS) è inferiore a quello della zona euro. È chiaro, tuttavia, che i problemi dei paesi industrializzati possono incidere sulla zona emergente attraverso una riduzione delle importazioni o un incremento dell'avversione al rischio.

In Cina, le autorità combattono con determinazione le speculazioni immobiliari attraverso un rigoroso controllo dei prestiti bancari, un forte rialzo dei tassi ipotecari, apporti di fondi propri più elevati e con altre misure amministrative. Il mercato immobiliare ha reagito molto negativamente e il crollo delle vendite potrebbe minacciare la crescita economica. L'edilizia infatti ha un ruolo importante nel PIL ed è un importante fattore per l'equilibrio di bilancio delle province. La Cina risente inoltre della crisi europea, direttamente attraverso una svalutazione della componente in euro dei 2,6 trilioni di riserve valutarie e attraverso le esportazioni di cui l'Europa e la prima regione di destinazione.

ME: migliori prospettive sull'indebitamento



Asia (Giappone escluso): emergenti e meno rischiosi



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Titoli di Stato

Crisi greca e montagne russe

Il rischio sovrano resta il principale motore del mercato

Parlare dei mercati dei tassi nel loro insieme è un'impresa impossibile, visti i loro diversi comportamenti nella crisi attuale. I tassi di alcuni dei cosiddetti paesi «periferici» della zona euro, Grecia in testa, hanno conosciuto **tensioni spettacolari nello scenario di una crisi sovrana** che ha spinto gli investitori verso i cosiddetti attivi «meno rischiosi».

Il pericolo in queste situazioni viene da una reazione eccessiva dei mercati sotto la spinta del panico. Un week-end (e decisioni importanti) più tardi, ed ecco che gli *spread* sovrani dei paesi interessati ricadono pesantemente e i rendimenti del Bund tedesco e del T-note americano a 10 anni aumentano di quasi 20 pb.

Problema risolto? In realtà no, ma per ora la situazione si placa. **Nel medio termine, tuttavia, il problema rimane**, e non solo per alcuni casi particolari all'interno della zona euro. Infatti, come abbiamo già sottolineato, altri grandi paesi del livello di Stati Uniti o Gran Bretagna avranno anch'essi bisogno di un risanamento delle finanze pubbliche. E tutto questo ci fa pensare che la problematica del debito sovrano ci accompagnerà ancora a lungo.

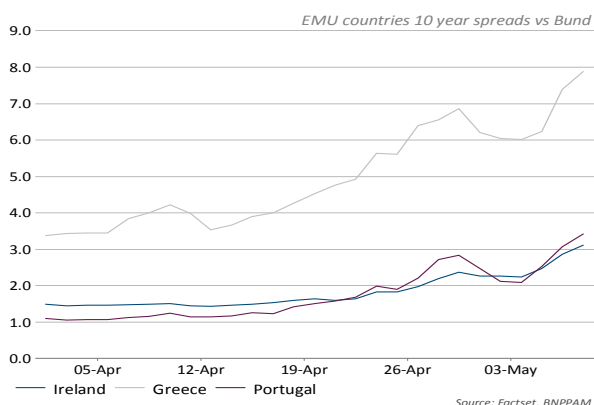
Da un punto di vista fondamentale, si registrano pochi cambiamenti. L'accelerazione della **ripresa economica è stata in parte nascosta dai problemi recenti** evocati prima, ma comunque si conferma. L'inflazione, invece, non mostra ancora grandi sommovimenti, anche se resta relativamente elevata in Gran Bretagna.

Manteniamo quindi una posizione neutrale sui mercati dei titoli di Stato.

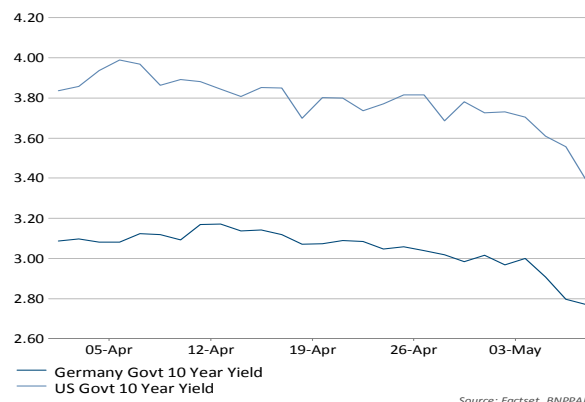
Chiusura della posizione long US/short UK

Contemporaneamente, apportiamo alcune modifiche alle nostre posizioni relative. Abbiamo chiuso la posizione long US / short UK alla vigilia delle elezioni britanniche. Dopo il forte ribasso dei rendimenti, che non è rimasto limitato alla zona euro ma ha toccato anche il mercato americano, preferiamo ora una posizione short US e Giappone versus long Germania e Svizzera, poiché queste ultime beneficiano tra l'altro di valutazioni relative più attraenti.

Mentre la curva si tendeva in Grecia...



...gli investitori ricercavano la «sicurezza»



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Credito IG e HY

L'incendio è altrove (ma poco distante)

I fondamentali passano in secondo piano di fronte al rischio sovrano

Le condizioni monetarie restano favorevoli

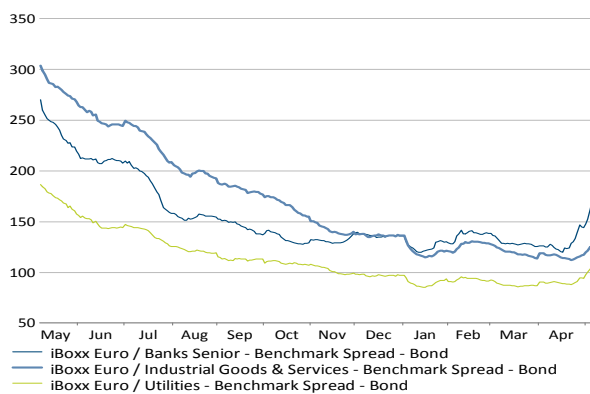
È possibile che il rischio sovrano incida sul costo di finanziamento delle imprese che stanno migliorando il loro stato di salute in un contesto di ripresa economica? Domanda legittima, quando si vede che effettivamente gli *spread* del credito non si sono mossi nel momento dell'accelerazione dei timori sulla Grecia. È stato infatti necessario arrivare a una fase molto più difficile, con rialzi spettacolari dei tassi greci, prima di iniziare a vedere crescere il timore degli investitori nei confronti del credito.

Eppure, nell'universo non speculativo, l'impatto finale risulta «in media» piuttosto modesto, poiché la correzione degli *spread* non è stata accompagnata da un forte incremento dei rendimenti. In media, poiché tra i diversi emittenti dei vari paesi, sono stati osservati effetti diversi, a seconda che i paesi fossero più o meno interessati dai timori sulle loro finanze pubbliche. **Il credito *Investment Grade* ha registrato i movimenti più importanti nel settore Finanziario**, con incrementi degli *spread* più visibili sia nel segmento cash sia nel mercato dei CDS. I timori di un nuovo blocco del sistema finanziario sono naturalmente rafforzati dai ricordi recenti, ma non bisogna dimenticare i massicci mezzi messi in campo dalle Banche Centrali. Le nuove misure adottate dalla BCE in reazione alla crisi si aggiungono quindi a condizioni monetarie già molto favorevoli, anche se occorre ricordare sempre che gli sviluppi in materia di regolamentazione restano una fonte di incertezza per il sistema finanziario. Anche il credito *High Yield* ha registrato una lieve correzione, ma resta comunque **sostenuto da flussi ancora favorevoli** che permettono di assorbire le numerose emissioni.

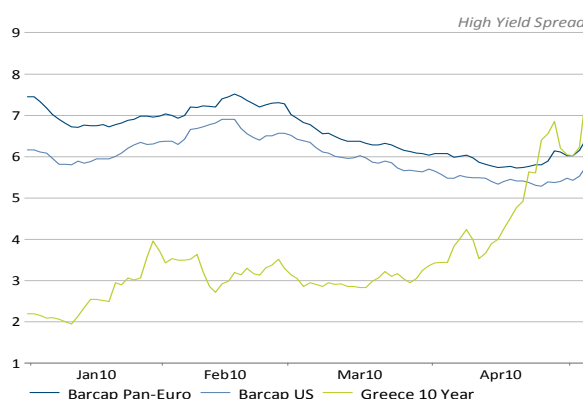
Se il miglioramento dei fondamentali proseguirà e il contesto non peggiorerà al punto di registrare una ricaduta, il credito dovrebbe restare un investimento ancora ricercato da parte degli investitori in uno scenario di tassi bassi. Tuttavia, gli ultimi avvenimenti ci hanno ricordato quanto la ripresa sia fragile e **i problemi strutturali siano lungi dall'essere risolti**. Questi problemi peseranno sul credito, creando una sorta di freno sui margini di miglioramento e incrementando la volatilità.

Sul fronte dell'allocation, riportiamo a posizione neutrale il credito IG, ma restiamo per ora sovraperponderati sul segmento HY.

IG, tensioni più marcate sui finanziari



Il segmento High Yield ha resistito relativamente bene



MERCATO DEI CAMBI

Orientamento ribassista per l'euro nei confronti del dollaro nel medio termine

Al di là della speculazione, resta un problema di governance della zona euro

Nelle ultime settimane, gli operatori sono rimasti preoccupati per le notizie provenienti dalla zona euro a proposito della «crisi greca». La parità EUR/USD è quindi tornata verso quota 1,25 (a fronte di 1,35 di metà aprile) il 6 maggio, ai minimi da marzo 2009, prima che le prime informazioni sul piano di emergenza europeo permettessero il suo ritorno puntuale sopra 1,30. Nonostante l'importanza delle misure annunciate e la volontà manifestata di «difendere il territorio dell'euro», la parità è rapidamente ripartita al ribasso. Dall'inizio della crisi del debito sovrano europeo, i rimbalzi dell'euro in seguito a decisioni *a priori* favorevoli sono stati limitati e di breve durata. L'euro sembra profondamente condizionato dalle difficoltà, messe in luce dalla crisi, che gli europei dimostrano nel parlare con una voce sola e reagire rapidamente. Un recupero resta possibile nel breve termine, soprattutto perché le posizioni speculative contro la valuta sono massicce e poiché le ultime misure allontanano la possibilità di un'esplosione della zona euro. Questo apprezzamento si accompagnerebbe senza dubbio ad un incremento della volatilità. Più sul lungo termine, l'euro rischia di risentire di prospettive economiche più mitigate rispetto agli Stati Uniti e delle aspettative sulle politiche monetarie. La parità EUR/USD dovrebbe oscillare tra 1,20 e 1,25 dalla fine del 2010.

La sterlina potrebbe risentire dei timori sulle finanze pubbliche

Il debito britannico non gioca a favore di una sterlina più forte. I timori suscitati dal debito sovrano di numerosi paesi della zona euro potrebbero rapidamente propagarsi alla Gran Bretagna (deficit di -12% del PIL nel 2010, debito di quasi l'80%). Le incertezze politiche in occasione delle elezioni del 6 maggio rischiano di rendere più fragile la valuta, anche se tutte le parti si sono impegnate a far di tutto per mantenere il rating AAA. Di fatto, la parità GBP/USD è diminuita dopo il voto, ma la sterlina guadagna terreno contro l'euro da marzo e dovrebbe proseguire questo trend.

Interventi ancora possibili per indebolire lo yen

Graduale indebolimento dello yen. Il livello molto basso dei tassi d'intervento in Giappone e soprattutto l'ipotesi di vedere la BoJ mantenerli a lungo dovrebbe alla fine tradursi in un ritorno delle operazioni di *carry* finanziate in yen e quindi in una svalutazione della moneta nipponica quando diminuirà leggermente l'avversione al rischio. Infatti, la BoJ sarà verosimilmente una delle ultime Banche Centrali a restringere la sua politica monetaria. Inoltre, il Ministero delle Finanze desidera vedere indebolire lo yen e l'ha nuovamente fatto sapere quando la parità USD/JPY è bruscamente risceso a 88 sotto l'effetto del calo dell'EUR/JPY il 6 maggio. La parità è tornata poi verso quota 94, dopo l'annuncio della BoJ di una iniezione di 2.000Md¥ nel sistema bancario.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	07-May-10	2Q 2010		3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2651	1.25	1.35	1.25	1.30	1.20	1.25	1.20	1.25
	USD / JPY	93	91.03	95	100	95	100	100	105	100	110
	USD / CAD	1.05	1.0499	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8832	0.87	0.92	0.85	0.90	0.85	0.90	0.82	0.87
	GBP / USD	1.61	1.4684	1.45	1.55	1.50	1.60	1.50	1.60	1.45	1.55
	USD / CHF	1.03	1.1120	1.08	1.12	1.08	1.12	1.10	1.14	1.14	1.18
EUR Block	EUR / JPY	134	115.15	124	130	121	128	128	134	123	135
	EUR / GBP	0.89	0.8615	0.85	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.4067	1.40	1.45	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45

Source: BNPP AM as of 7/5/2010



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Dalla ripresa ciclica al rischio sovrano: riduzione a neutrale della nostra esposizione

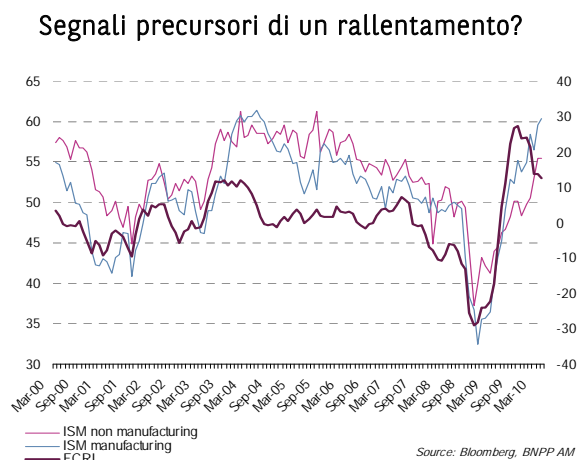
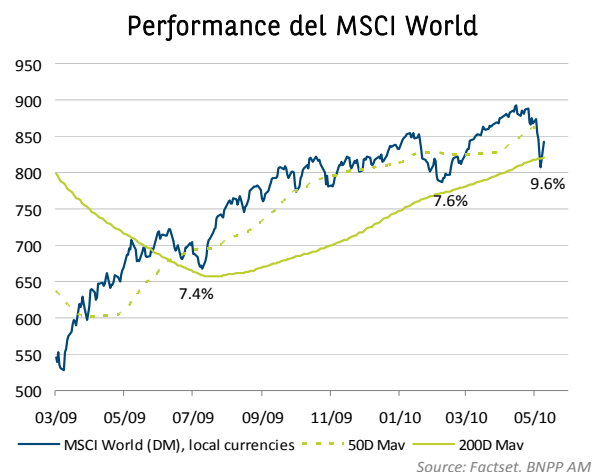
Rischio sovrano: una spada di Damocle sui mercati

La crisi «del debito greco» e l'amplificarsi dei timori di contagio ad altri paesi europei hanno condotto a un crollo generalizzato delle piazze finanziarie nel mondo, con la maggiore correzione dal rimbalzo di marzo 2009 (quasi il 10% di crollo per l'indice MSCI World in valute locali). La risposta congiunta degli Stati europei, dell'FMI e della BCE alla «crisi greca» è di una portata senza precedenti. Con ciò, le autorità europee hanno ribadito che il regime di tassi d'interesse molto bassi e di liquidità abbondanti – che ha costituito uno dei principali motori del rimbalzo degli attivi rischiosi dal marzo 2009 – è destinato a protrarsi. Parallelamente, tuttavia, questa crisi e i suoi rischi di contagio hanno sottolineato l'importanza di risanare rapidamente le finanze pubbliche proprio quando la ripresa economica nelle economie industrializzate è fragile (sostenuta in parte dal ciclo di ricostituzione delle scorte e da misure fiscali transitorie) e le sfide strutturali sono importanti. Nel contempo, il dinamismo dei paesi emergenti – che traina la ripresa mondiale – è frenata dalla necessità di restringere le politiche monetarie in presenza di un rialzo dell'inflazione o di segnali di surriscaldamento. Un rallentamento dell'economia cinese più forte di quanto attualmente previsto rappresenterebbe in effetti un'ulteriore fonte di preoccupazioni sulla sostenibilità della crescita mondiale.

Riteniamo quindi che, anche se i fondamentali non sono cambiati a breve termine e restano relativamente favorevoli alle azioni, gli ultimi avvenimenti europei potrebbero segnare una nuova fase per i mercati. Dopo il miglioramento economico e degli utili, il rallentamento della crescita – che prevediamo nel secondo semestre – e il rischio sovrano (con il suo corollario inevitabile di una stretta fiscale per almeno stabilizzare il debito pubblico) dovrebbero pesare sulla propensione al rischio degli investitori. Continuiamo di conseguenza a ridurre l'esposizione al rischio del nostro portafoglio e riportiamo a neutrale la nostra ponderazione ai mercati azionari industrializzati.

I fondamentali restano positivi nel breve termine

A breve termine, la prosecuzione del netto miglioramento degli indicatori prospettici dai minimi di fine 2008/inizio 2009 indica una ripresa economica piuttosto sostenuta nella prima parte dell'anno. Negli Stati Uniti, l'ISM manifatturiero – superiore da nove mesi alla soglia dei 50 punti che segnala la zona di espansione – è nuovamente migliorato in aprile, per attestarsi ai massimi dal picco del ciclo precedente di metà 2004.



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Tuttavia, alcuni indicatori precursori del ciclo (es. ECRI) iniziano a frenare, suggerendo che l'attività economica potrebbe rallentare a partire dal secondo semestre. Questa flessione di tendenza dovrebbe accompagnarsi ad una crescita meno sostenuta e più volatile dei mercati.

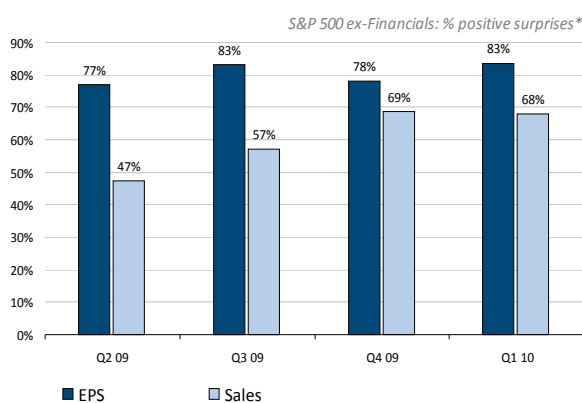
Forte crescita degli utili nel 2010, ma attenzione all'eccesso di ottimismo per il 2011

In linea con il miglioramento congiunturale, le aspettative di crescita degli utili per azione sono elevate (+31% atteso per le società del MSCI World nel 2010, +20% nel 2011) e le revisioni degli utili rimangono orientate positivamente e dovrebbero restare tali nelle prossime settimane, sulla scia di una ottima stagione di risultati per il 1° trimestre, con sorprese positive sia sugli utili sia sui fatturati. Siamo invece più circospetti sulle previsioni di crescita degli utili per azione per l'anno prossimo e riteniamo che il loro ritmo di revisione rallenterà nei prossimi mesi. Infatti, i ricavi delle società dovrebbero essere progressivamente frenati dagli effetti delle future strette fiscali, mentre il potenziale di miglioramento supplementare dei margini operativi è sempre più limitato. La valutazione dei mercati azionari è oggi ragionevole (P/E a 12 mesi del MSCI World di 13,9x), almeno finché le prospettive di crescita degli utili restano credibili.

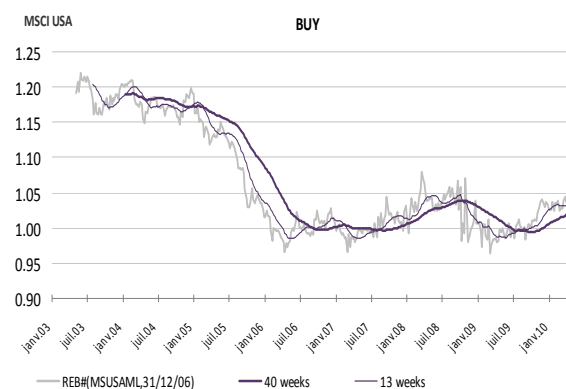
Ripartizione geografica: preferenza per Stati Uniti, Giappone, e in misura minore per la Gran Bretagna

In termini geografici, confermiamo una preferenza marcata per le azioni americane che continueranno a beneficiare di prospettive di utile favorevoli, di una politica monetaria e fiscale particolarmente espansiva, ma anche (in termini relativi) dell'incremento dell'avversione al rischio. Sovraponderiamo anche il Giappone, per ragioni essenzialmente tattiche oltre ad una valutazione e a una dinamica degli utili favorevoli. Riduciamo sensibilmente la sovrapponderazione delle azioni britanniche, a causa dei rischi che incombono sulla sua economia interna, ma la debolezza della sterlina e una politica monetaria particolarmente espansiva costituiscono ancora dei potenti fattori di sostegno. La debolezza dell'euro e l'annuncio del piano di emergenza ci inducono a rafforzare i mercati della zona euro, pur restando sottoesposti alla luce dei timori strutturali e dei rischi sulla crescita rappresentati dalle misure di austerità fiscale che dovrebbero essere adottate rapidamente. Restiamo sottoesposti ai mercati canadesi e australiano a causa delle prospettive meno favorevoli sulle materie prime e della stretta monetaria in corso in Australia e probabile in Canada.

Un'altra buona stagione per i risultati



Dinamica relativa delle azioni americane



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

I fattori di sostegno vengono meno

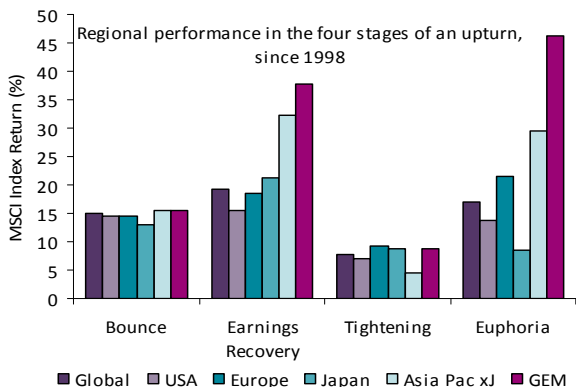
Strette monetarie e inversione di tendenza degli indicatori prospettici

Le condizioni monetarie continuano a peggiorare nei mercati BRIC, ad eccezione della Russia. Infatti, la Cina è intervenuta in modo molto aggressivo sul suo settore immobiliare con misure amministrative, erodendo rapidamente la fiducia sul mercato. Il Brasile ha finalmente rialzato il suo tasso di riferimento di 75 pb, mentre l'India ha proseguito la sua stretta con un secondo rialzo in aprile. Anche se questi interventi hanno un carattere di normalizzazione in un contesto di ripresa economica, questi movimenti accelerano l'inversione degli indicatori prospettici e incidono negativamente sulle revisioni degli utili. Le revisioni al rialzo sono diventate molto modeste rispetto all'insieme delle revisioni e non offrono più un fattore di sostegno alle borse. Il processo di normalizzazione dei tassi e il movimento di ribasso degli indicatori prospettici dovrebbero proseguire ancora per alcuni mesi, il che determina importanti ostacoli al potenziale di rialzo delle borse emergenti. I principali rischi sono di ordine esogeno, soprattutto un aumento dell'avversione al rischio che potrebbe comportare un rimpatrio dei capitali.

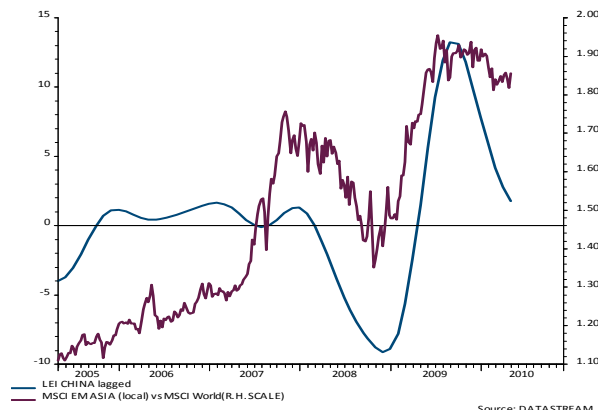
Per essere più attraenti, i mercati emergenti devono passare per un calo dei prezzi o del premio al rischio

A causa della stabilizzazione delle revisioni sugli utili e dei rischi (moderatamente) rialzisti sull'inflazione, per essere più attraenti i mercati emergenti devono passare per un calo dei prezzi o del premio al rischio. Riteniamo che queste due condizioni siano entrambe presenti, poiché i mercati emergenti hanno registrato una correzione del 12% rispetto al picco di metà aprile e hanno brevemente toccato la zona di eccesso di venduto, mentre il rischio emergente (misurato attraverso i CDS) si riduce rapidamente rispetto ai mercati industrializzati. Infatti, la regione è meno interessata dalle crisi fiscali e di indebitamento cui devono far fronte i paesi della zona euro. A livello di valutazione, il multiplo PER degli emergenti offre uno sconto del 15% rispetto a quello degli industrializzati, il che diventa sempre meno giustificabile tenuto conto del potenziale di crescita. Inoltre, ricordiamo che la redditività dei fondi propri, i margini operativi e il potenziale di crescita strutturale degli emergenti sono superiori. Questi fattori giustificano la nostra leggera preferenza per gli emergenti rispetto ai mercati industrializzati.

Aumento dei tassi, performance modesta



Indicatori prospettici in calo



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Il rafforzamento del dollaro non è un fattore di sostegno per le borse asiatiche

Storicamente, il rafforzamento del dollaro dovuto a problemi dell'euro non rappresenta un fattore di sostegno per le borse asiatiche, a causa della sensibilità dei settori all'esportazione. È il caso, in particolare delle borse molto esposte al commercio internazionale, come Singapore, Corea e Taiwan, dove la correlazione negativa è superiore al 70%. Nell'ipotesi di una forte svalutazione dell'euro, la linea molto importante di resistenza della performance relativa degli indici asiatici rispetto agli indici «mondo» non potrebbe probabilmente essere varcata. D'altro canto, il potenziale di ribasso è minimo, poiché le condizioni monetarie resteranno generose e i fondamentali macroeconomici sono ritornati solidi.

Per quanto riguarda le preferenze relative, privilegiamo ancora i mercati periferici meno esposti alle strette monetarie e che offrono livelli di valutazione più attraenti. Si tratta in particolare di Corea e Taiwan, che presentano una forte crescita degli utili per l'anno corrente e dovrebbero beneficiare del livello elevato dei nuovi ordinativi provenienti dagli Stati Uniti (cfr. sondaggio US ISM) oltre che della loro elevata esposizione ai settori tecnologici.

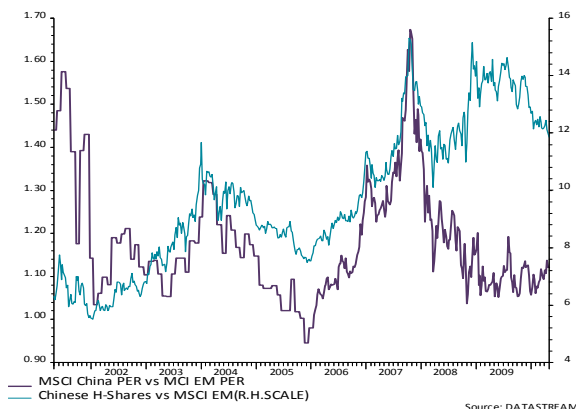
Restiamo ancora prudenti sul mercato cinese

Restiamo prudenti sul mercato cinese. I fondamentali non sono ancora favorevoli: leggera decelerazione del ciclo economico e orientamento negativo degli indicatori prospettici, stretta aggressiva delle condizioni di concessione del credito ma mirata al settore immobiliare, orientamento ribassista degli utili e tendenza al ribasso degli indici. La fiducia degli investitori è chiaramente negativa e non prevediamo che nel breve termine si registrerà un'inversione degli indicatori prospettici e della liquidità. Infine, gli ultimi dati economici mostrano che l'economia inizia a reagire alle misure di austerità e giocano a favore di un allentamento delle redini monetarie.

Il Brasile resta sottoponderato per motivi di valutazione e di ciclo monetario

Il Brasile resta sottoponderato per motivi di valutazione e di ciclo monetario. Inoltre, la dipendenza della borsa brasiliana dalle materie prime espone il paese a un'inversione del ciclo economico mondiale, soprattutto visto che il settore delle materie prime presenta una delle migliori performance degli ultimi 18 mesi. Abbiamo inoltre ridotto la nostra posizione sull'India, che deve far fronte al ciclo di rialzo dei tassi ed a prospettive di utile meno favorevoli per i prossimi mesi, mentre la valutazione è una delle più care dell'universo emergente.

Valutazione corretta, ma assenza di momentum



Brasile: Attenzione alle materie prime



STRATEGIE ALTERNATIVE

Materie Prime

Ritorno progressivo alla neutralità sul petrolio e i cereali

Al di là della crisi, i fondamentali dovrebbero trainare il rimbalzo delle materie prime cicliche

Dopo aver raggiunto nuovi picchi nel 2010, i prezzi del **greggio** hanno subito una forte correzione sotto il colpo dell'avversione al rischio. La correzione è indubbiamente eccessiva dal momento che la «crisi greca» non incide sui fondamentali, ma il recente rialzo dei prezzi del petrolio era più il prodotto di buoni dati macroeconomici che dei fondamentali fisici. Infatti, mentre la domanda cinese resta sostenuta, le scorte di petrolio negli USA danno un segnale più contrastante, poiché i raffinatori hanno aumentato la loro produzione di carburante in previsione di un incremento della domanda. In questo contesto, **consigliamo di sfruttare il probabile rimbalzo del petrolio per eliminare la sovraperponderazione.**

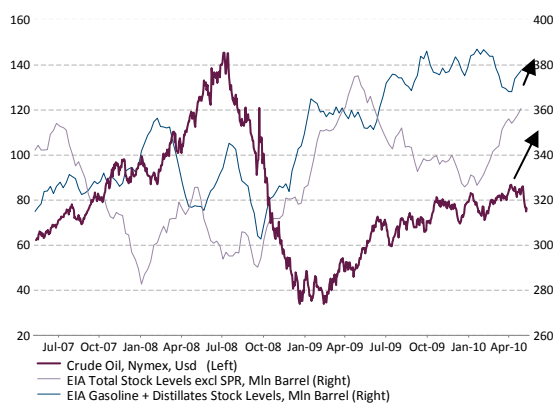
Manteniamo un'esposizione leggermente positiva ai metalli di base, dal momento che la correzione ci sembra eccessiva rispetto ai fondamentali. Infatti, la domanda per i metalli industriali dovrebbe restare solida, sostenuta dalla ricostituzione delle scorte del settore manifatturiero, e le scorte di metalli continuano a diminuire a un ritmo costante.

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

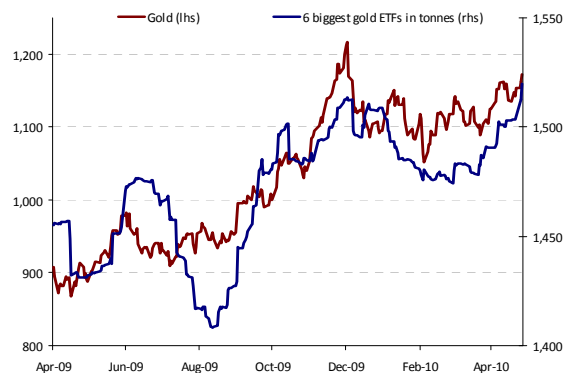
Mentre le materie prime subivano gli effetti dell'avversione al rischio e del rialzo del dollaro, **l'oro** ha beneficiato della sua qualità di valore rifugio. Infatti, i timori riguardanti il debito sovrano nei paesi industrializzati hanno permesso di rafforzare l'attrattiva del metallo tra gli investitori, soprattutto attraverso ETF investiti in oro fisico, i cui portafogli hanno al momento superato i livelli record raggiunti nel dicembre 2009. Con uno scenario monetario favorevole e una domanda d'investimento che dovrebbe restare orientata positivamente, l'oro ha le potenzialità per tornare ai livelli record del 2009. **Abbiamo rafforzato la nostra esposizione positiva sull'oro e sui metalli preziosi.**

Ritorniamo alla neutralità sui cereali. Infatti, mentre la domanda di granaglie dovrebbe continuare a progredire nel medio termine, i livelli delle scorte sono elevati dopo due anni di raccolti abbondanti, e la buona salute del dollaro dovrebbe continuare a pesare sulla domanda all'esportazione. Quindi, in assenza di eventi climatici a forte impatto, il potenziale di rialzo a breve termine per le granaglie ci sembra limitato.

Le scorte di petrolio crescono



L'oro attira nuovamente gli investitori



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.

