STRATEGIA DI INVESTIMENTO

Giugno

ASSET ALLOCATION

PR	OSP	FTTI	۷F	FC.	ON	OMI	CHE

3
3
4
5
6
6
7

2

STRATEGIE ALTERNATIVE

Materie	Prime	. 13
---------	-------	------

13

Mercati emergenti......11

AVVERTENZA 14

Ad un bivio

Le ultime settimane hanno evidenziato un aumento del pessimismo e del nervosismo sui mercati, con reazioni violente e a volte contro-intuitive ai dati economici o alle prese di posizioni politiche. Occorre fare una distinzione tra le voci e i veri problemi di fondo. Il nervosismo diffuso riflette il grado di incertezza sugli scenari possibili nei prossimi mesi: prosecuzione della crescita o rallentamento, se non addirittura un «double dip»; ritorno o meno di difficoltà sistemiche nel settore finanziario; credibilità ed impatto che i piani di riduzione dei deficit pubblici avranno sulla crescita; sostenibilità della zona euro... Su questi elementi di rischio, il nostro scenario centrale prevede :

- il rallentamento della crescita avrà luogo nei paesi industrializzati, ma dovrebbe pesare anche la riduzione dei deficit a partire dal 2011. Non si dovrebbe tuttavia arrivare fino a un ritorno alla recessione, poiché restano gli elementi di sostegno ad una crescita modesta (investimenti, consumi leggermente positivi, esportazioni nel caso europeo...).
- I rischi di un'insolvenza sovrana nella zona euro (o una sua scissione) ci sembrano oggi molto ridotti, tenuto conto del piano di salvataggio varato nelle ultime settimane. Non scompaiono con ciò i rischi a più lungo termine, ma si tratta comunque di un elemento di stabilizzazione.
- I rischi di liquidità nel settore finanziario non devono essere sopravvalutati: le banche centrali, BCE compresa, dovrebbero adottare le misure idonee ad evitarli.

Esistono quindi certamente rischi strutturali che indubbiamente peseranno a lungo sul livello di propensione al rischio. Sommati al rallentamento della crescita nelle economie occidentali, dovrebbero mantenere sotto pressione nel medio termine tutti gli attivi rischiosi di questi mercati. Tuttavia, dopo la prosecuzione della correzione in maggio, occorre ricordare che la realtà attuale è meno grigia. La crescita mondiale è positiva, i profitti delle imprese continuano a crescere, la politica monetaria è espansiva e lo resterà a lungo A tutto questo possiamo aggiungere anche che le valutazioni che sono scese per le classi di attivo in calo dall'inizio dell'anno. Questo scenario ci spinge a ritenere verosimile una stabilizzazione della situazione a breve termine più che un'ulteriore forte flessione degli attivi rischiosi.

Di conseguenza, facciamo una pausa nel movimento di riduzione del rischio e manteniamo il portafoglio di giugno piuttosto simile a quello di maggio. Restiamo neutrali sulle azioni dei paesi industrializzati (con una minore sottoponderazione della zona euro e ancora una preferenza per il mercato americano). Attendiamo invece un momento migliore per ritornare sulle azioni emergenti. Sul fronte delle obbligazioni, manteniamo una posizione leggermente sovresposta sul mercato High yield. Tra le materie prime, aumentiamo leggermente il peso dei metalli e dell'oro.



ASSET ALLOCATION

Decisioni di allocazione

- Confermato un portafoglio simile a quello di maggio.
- Azioni: posizione neutrale sulle azioni industrializzate (invariata): Preferenza per le azioni emergenti nel medio termine, ma la correlazione con le azioni industrializzate implica un peso piuttosto simile a breve termine.
- Obbligazioni: confermata la preferenza per il segmento high yield.
- Materie prime: attesa di un miglior timing sul petrolio, preferenza per l'oro.

Arbitraggio azioni industrializzate

- Confermata la sovraponderazione del mercato americano e, in misura minore, della Gran Bretagna.
- Nuova riduzione della sottoponderazione della zona euro.
- Ritorno alla neutralità sul Giappone.

Arbitraggio azioni emergenti

- Sovraponderate Corea e Russia.
- Passaggio a una visione leggermente più positiva sulla Cina.
- Sottoponderazione di India, Brasile e Sud Africa.

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.

MU	LTI-	ASSET	CLASS*

	Alpha	Current	Previous
		weight	weight
EQUITIES			
Developed Equities	0.03	0.4%	0.2%
Emerging Equities	0.04	0.3%	0.6%
FIXED INCOME			
Government Bonds	-0.03	-1.4%	0.0%
Investment Grade	0.01	0.2%	-0.1%
High Yield	0.06	1.3%	1.7%
COMMODITIES			
Brent Oil	0.00	0.0%	0.0%
Base Metals	0.04	0.5%	0.3%
Gold	0.08	0.7%	0.5%
Agricultural	0.00	0.0%	0.0%
Cash Euro		-1.9%	-3.4%
Module Total		0.0%	0.0%

1.00%

0.66%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility

Real Ex-ante Volatility

	FOUITIES:	DEVELOPE	ED COUNTRIES ¹
--	------------------	----------	---------------------------

	Alpha	Current	Previous
		weight	weight
US	0.34	2.6%	2.4%
Canada	-0.06	-0.5%	-0.7%
Euroland	-0.08	-0.7%	-1.0%
Japan	0.00	-0.1%	1.2%
UK	0.09	0.7%	0.7%
Switzerland	-0.07	-0.6%	-0.9%
Australia	-0.22	-1.4%	-1.7%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current	Previous
		weight	weight
US	0.0	-1.2%	-7.0%
Euroland	0.5	9.5%	6.4%
Japan	0.0	-1.2%	-4.8%
UK	-0.5	-6.1%	-0.7%
Switzerland	0.0	-1.2%	6.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES ²

	Alpha	Current	Previous
		weight	weight
Brazil	-0.05	-0.2%	-0.5%
China	0.05	0.3%	0.0%
India	-0.10	-0.5%	-0.5%
South-Korea	0.13	0.9%	1.2%
Taiwan	0.00	0.1%	0.3%
Russia	0.15	0.7%	0.4%
South Africa	-0.20	-1.4%	-1.1%
Turkey	0.02	0.2%	0.1%
Module Total	0.0	0.0%	0.0%



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Punto di vista

Uno scenario più difficile

La crisi sovrana in primo piano...

...e loro resterà a lungo

Verso un rallentamento dell'attività

Maggiori rischi di cui tenere conto Un piano credibile che tuttavia non convince. Nelle ultime settimane, i timori sul debito sovrano in Europa hanno monopolizzato l'attenzione degli investitori e messo in secondo piano indicatori piuttosto incoraggianti provenienti dagli Stati Uniti e dalle zone emergenti oltre alle revisioni al rialzo delle prospettive di crescita. I timori persistono nonostante l'annuncio delle autorità europee del piano straordinario di stabilizzazione e di sostegno che risolve, in teoria, i problemi di liquidità. Inoltre, i Parlamenti nazionali hanno rapidamente varato le leggi necessarie alla costituzione del Fondo europeo di stabilità finanziaria, rafforzando la credibilità del piano. Infine, la decisione della BCE di acquistare debito pubblico limita i rischi di nuovi attacchi speculativi. Nonostante questi diversi elementi, la volatilità resta elevata rispetto ai livelli rilevati fino a fine aprile e l'euro non riesce a riprendersi. Questi andamenti esprimono a nostro parere l'integrazione del rischio più strutturale di solvibilità degli Stati, conseguenza delle misure di rilancio fiscali e della recessione.

Le preoccupazioni macroeconomiche dovrebbero tornare in primo piano dato che il riequilibrio delle finanze pubbliche penalizzerà la crescita. Tenuto conto della durata delle procedure di bilancio e di alcune scadenze elettorali, è poco probabile che i paesi che non sono direttamente sotto la pressione dei mercati avviino già nel 2010 misure di risanamento. Tuttavia, l'impegno verso un maggior rigore dei bilanci a partire dal 2011 è già stato preso (soprattutto in Germania) o lo sarà entro l'estate (Gran Bretagna). Il passaggio a una politica meno espansiva avrà luogo mentre i dati economici rischiano di deludere sempre più, poiché la fase di accelerazione dell'economia legata al ciclo industriale sta terminando per lasciare il posto a una crescita ancora positiva ma limitata. In questo quadro, l'occupazione migliora molto lentamente, lasciando il tasso di disoccupazione a un livello elevato.

Confermiamo la nostra ipotesi di rallentamento della crescita nei prossimi trimestri nei paesi occidentali, poiché la ripresa ci sembra sostenibile seppur moderata. Tuttavia, il rischio che non si tratti di un semplice rallentamento (il ritorno in recessione, o « double dip ») è probabilmente aumentato negli ultimi tempi. Una corsa alla riduzione dei deficit pubblici sarebbe molto penalizzante per la congiuntura, e le tensioni apparse sui mercati interbancari in Europa potrebbero incidere sul credito se durassero e si amplificassero. Sullo sfondo, inoltre, registriamo un calo persistente dell'inflazione sottostante (meno dell'1% in Europa come negli Stati Uniti) che risolleva timori di deflazione. La recessione come la deflazione (che non fanno parte del nostro scenario centrale) sarebbero particolarmente problematiche in assenza di margini di manovra della politica economica.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

		GDP y.o.y %							Inflation y.o.y %									
	2009		20	10			2011			2009		20)10			20)11	
M= Mean; H= High; L=Low		M	Н	L	-1M	M	Н	L	-1M		M	Н	L	-1M	M	Н	L	-1M
Developed Econom	nies																	
USA	-2.4	3.3	3.9	2.9	[3.2]	3.1	4.4	1.9	[3.1]	-0.3	2.0	2.6	1.6	[2.1]	1.9	3.8	0.6	[1.9]
Canada	-2.6	3.3	3.7	2.5	[3.2]	3.0	3.6	2.1	[3.0]	0.3	1.9	2.1	1.6	[1.9]	2.2	2.6	1.7	[2.2]
Euro zone	-4.0	1.1	1.7	0.7	[1.2]	1.5	2.6	0.9	[1.5]	0.3	1.3	1.6	1.0	[1.2]	1.4	1.9	0.8	[1.4]
UK	-4.9	1.3	2.2	0.8	[1.3]	2.3	3.4	1.1	[2.3]	2.2	2.9	3.2	2.2	[2.7]	1.8	3.6	0.3	[1.7]
Switzerland	-1.5	1.9	2.5	0.9	[1.8]	1.9	2.8	1.2	[1.9]	-0.5	1.0	1.3	0.3	[1.0]	1.0	1.5	0.5	[1.1]
Japan	-5.2	2.4	3.2	1.7	[2.2]	1.7	2.9	0.9	[1.6]	-1.4	-1.0	-0.6	-1.4	-[1.1]	-0.2	0.4	-0.7	-[0.2]
Australia	1.3	3.2	3.8	2.6	[3.3]	3.4	4.3	2.7	[3.4]	1.8	2.8	3.4	2.4	[2.6]	2.9	3.8	2.6	[2.8]

Source: Consensus Forecasts as of 10/05/2010



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Aree industrializzate

La crescita dei paesi industrializzati è stata disomogenea e tale dovrebbe restare

Gli americani consumano, i giapponesi esportano, gli europei deprimono Il PIL dell'OCSE ha ripreso a crescere da quattro trimestri, ma resta ripartito in modo disomogeneo tra tre blocchi: i paesi la cui domanda interna è soddisfacente o solida (Stati Uniti, Canada), quelli che riescono ancora ad esportare (Giappone, Svizzera) e l'Europa (compresa la Gran Bretagna) i cui consumi restano atoni e le cui importazioni sono aumentate all'inizio del 2010. Questa situazione rischia di perdurare e persino di accentuarsi nel secondo semestre mentre l'attività rallenterà a partire dal 4° trimestre (0,9% e poi 0,7% su base trimestrale per l'area OCSE).

La zona euro ancora fanalino di coda Nella zona euro, le prospettive di crescita vengono costantemente riviste al ribasso, anche dalla BCE che stima ormai solamente l'1,2% per il 2011. La svalutazione dell'euro non compensa i timori legati ai problemi strutturali del debito sovrano, ai consumi frenati dalla disoccupazione e alla prospettiva di assistere all'avvio di un maggiore rigore fiscale. Gli investimenti produttivi, giustificati in alcuni paesi dal vigore della domanda estera, rischiano di essere frenati dal ricorso ancora difficile al credito.

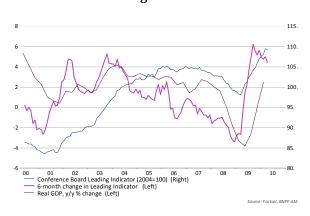
Negli Stati Uniti, la crescita è ben avviata ma dovrebbe rallentare nel secondo semestre

Negli Stati Uniti, una crescita autosostenuta inizia gradualmente a subentrare, ma dovrebbe restare limitata. I consumi privati sono stati sostenuti dai trasferimenti sociali e dal calo del tasso di risparmio. Nei prossimi mesi, la crescita dei salari dovrebbe accelerare, ma la ripresa dell'occupazione resta modesta (al di là delle assunzioni temporanee legate al censimento). Il tasso di disoccupazione (9,8% in maggio) non dovrebbe diminuire nell'immediato, il che rischia di pesare sulla fiducia delle famiglie e sulle spese private. L'attività industriale è probabilmente prossima al picco (cfr. sondaggi e indicatori compositi) ma non per questo è destinata a crollare. Gli investimenti produttivi possono costituire un elemento di traino della crescita ma, come per l'occupazione, le PMI sembrano destinate a non beneficiare di questo movimento. Il PIL del 2° trimestre dovrebbe comunque beneficiare del rinnovo di alcune attrezzature e della ripresa del mercato immobiliare in aprile. Anche se questo miglioramento è dovuto in larga parte a un vantaggio fiscale, le spese legate all'abitazione (beni durevoli, ristrutturazioni,...) dovrebbero in effetti aumentare. La crescita del PIL dovrebbe quindi essere comparabile a quella del 1° trimestre, (+3% annualizzato) per poi decrescere leggermente.

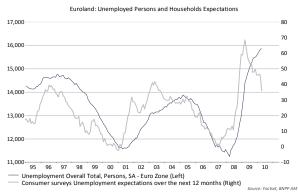
Le Banche centrali devono continuare a sostenere l'attività

La congiuntura, seppur migliorata negli ultimi mesi, resta fragile e giustifica pienamente la conferma delle politiche monetarie della Fed e della BCE nel contesto di una ripresa delle tensioni finanziarie.

Stati Uniti: lievi segnali di rallentamento



Zona Euro: ristagna la domanda interna





PROSPETTIVE ECONOMICHE

Zone emergenti

Finita l'accelerazione ma il ritmo di crescita resta molto elevato

Le economie emergenti evidenziano ancora una crescita sostenuta

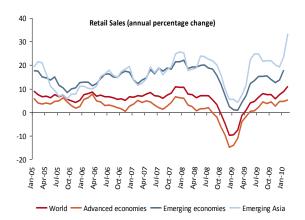
Contrariamente ai membri del G7, i paesi emergenti presentano un livello d'indebitamento molto basso

In Cina, accelerazione del ribilanciamento dell'economia attraverso l'aumento dei salari La ripresa della crescita nei paesi emergenti, sostenuta dalla domanda interna, è stata particolarmente vigorosa e dovrebbe restare ad un livello elevato nei prossimi trimestri. Tuttavia, come abbiamo sottolineato il mese scorso, il potenziale di crescita è stato raggiunto in molti paesi asiatici e in Brasile e le economie emergenti dovrebbero ormai entrare in una fase di decelerazione. Gli ultimi sondaggi sull'attività suggeriscono inoltre che il dinamismo dell'economia globale dovrebbe segnare il passo durante l'estate. Infatti, il livello dei PMI dei paesi emergenti, ad eccezione dell'India, è nettamente diminuito ma resta tranquillamente in zona di espansione. Questa flessione è dovuta soprattutto a una diminuzione dei nuovi ordinativi e ad un rallentamento della produzione industriale causati dalla congiuntura mondiale sfavorevole.

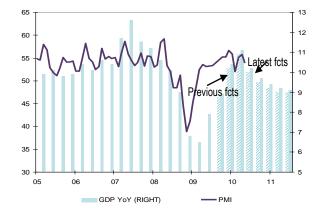
Le economie emergenti non dovrebbero risentire troppo delle difficoltà europee, ma dovranno comunque prendere in considerazione un rischio più elevato di rallentamento della domanda proveniente dai paesi industrializzati e della crescita globale nelle loro decisioni. La regione asiatica, dotata di bilanci solidi, si distingue come la più attrezzata per resistere al contagio. Tra i paesi dell'Est, la Russia, con un ridotto indebitamento pubblico ed estero, sembra in buona posizione per far fronte a questa crisi, mentre l'Ungheria ne risente già nettamente. I principali rischi per il Brasile risiedono nel livello dei prezzi delle materie prime.

La crescita dell'11,9% del PIL del T12010 dovrebbe corrispondere al picco del ciclo di crescita dell'economia cinese. Le vendite immobiliari hanno fortemente reagito alle misure amministrative, il che prefigura prospettive meno entusiasmanti per l'edilizia, mentre l'ultimo PMI indica anche una decelerazione degli ordinativi all'esportazione. Questi segnali dovrebbero giustificare una pausa della stretta monetaria. Le autorità accelereranno il riequilibrio dell'economia aumentando i salari minimi. Il netto incremento dei salari concesso da Foxconn e Honda risponde alle sfide sociali e demografiche, e invertiranno la tendenza ribassista del rapporto tra redditi e PIL, ridurranno il risparmio e quindi accresceranno la componente dei consumi privati. Una minore dipendenza dal commercio estero e dagli investimenti riduce la ciclicità e la volatilità dell'economia.

Mercati Emergenti: forte crescita interna



Cina: il picco di crescita è superato





MERCATI OBBLIGAZIONARI

Titoli di Stato

Le garanzie fornite non riescono a placare i timori degli investitori

L'Europa si dota di mezzi importanti per sostenere gli Stati in difficoltà Annunciando le diverse misure destinate ad affrontare le difficoltà di rifinanziamento di alcuni Stati, l'Unione Europea ha voluto colpire duro, con importi elevati e una partecipazione attiva della BCE, fino a quel momento reticente nei confronti di alcune operazioni non ortodosse. La reazione immediata dei mercati (buona accoglienza del piano) sembra razionale, ma poi gli investitori hanno ritrovato elementi di preoccupazione che superano il perimetro della crisi sovrana della zona euro: rallentamento dei paesi emergenti, regolamentazione delle banche, incertezze macroeconomiche, ecc.

Argomentazioni contrarie potrebbero essere facilmente trovate per ciascuno di questi fattori, ma – come spesso accade – è evidente che la verità sta nel mezzo.

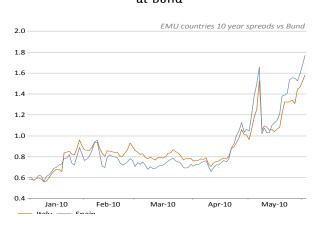
A nostro parere, i timori strutturali sono infatti destinati a perdurare, con una crescita atona e un rischio sovrano che resterà a lungo di attualità. Nell'immediato, tuttavia, le misure adottate dovrebbero in teoria permettere ai mercati di respirare, il che non è avvenuto. Il mercato obbligazionario continua quindi ad assistere all'interesse degli investitori per i Bund tedeschi e i T-Note americani a scapito dei paesi più a rischio, con nuove tensioni su Spagna e Italia.

Questo movimento ci pare eccessivo dal momento che resta piuttosto trainato dal clima e si presta quindi molto bene a inversioni di tendenza, di pari passo con una certa «normalizzazione», che vedrebbe i tassi tedeschi e americani tornare verso livelli leggermente più elevati.

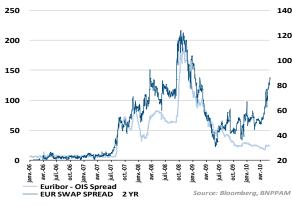
Possibile una correzione tecnica, ma i tassi resteranno bassi

Sebbene questa correzione riporterebbe le valutazioni verso livelli più ragionevoli, **non bisogna attendersi tensioni spettacolari dei tassi**: la perdita di dinamismo della crescita, la tendenza ancora ribassista dell'inflazione sottostante e il mantenimento di tassi di riferimento ai minimi ancora a lungo sono a favore di rendimenti bassi nei prossimi mesi.

Ai massimi gli *spread* di Spagna e Italia rispetto al Bund



Il 2 anni tedesco in eccesso di comprato





MERCATI OBBLIGAZIONARI

Credito IG e HY

Inquietudini nonostante il miglioramento dei fondamentali

Penalizzato dagli stessi timori che hanno spinto al ribasso i tassi d'interesse tedeschi e americani, i mercati del credito hanno registrato anch'essi un peggioramento. Il debito privato di migliore qualità emesso in euro ha visto allargare gli *spread*, soprattutto nel settore finanziario. Contemporaneamente, la variazione del rendimento ne ha poco risentito grazie al tasso sottostante in ribasso cosicché, ad eccezione naturalmente del debito subordinato, la performance negativa registrata è stata piuttosto modesta.

Le nuove emissioni sono in forte rallentamento

I timori su alcuni Stati e, di conseguenza, su alcuni istituti finanziari, hanno pesato sul credito non solamente attraverso un aumento degli *spread*, ma anche attraverso un blocco sulla capacità di rifinanziamento. Quindi, tranne poche eccezioni, **l'attività del mercato primario è nettamente rallentata**, mentre in molti casi il finanziamento a breve termine è stato possibile unicamente grazie ai programmi offerti dalla BCE.

Se questa situazione non ha avuto particolari ripercussioni sul costo di finanziamento in euro, è invece oltre-Atlantico che sono emerse le tensioni, soprattutto attraverso un aumento dello *spread* Libor-OIS, a causa delle difficoltà per alcune banche europee ad ottenere finanziamenti in dollari. Tuttavia, il livello dello *spread*, le misure di liquidità in atto e il sotto-utilizzo del finanziamento in dollari attraverso la Banca centrale, ci fanno ritenere eccessivi questi timori.

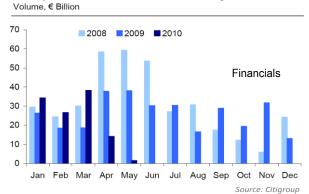
Sul fronte High Yield, il peggioramento è stato in assoluto più marcato rispetto all'Investment Grade, il che non sorprende. Il calo rispetto al picco recente non è, di per sé, allarmante, ma i deflussi dai fondi sono invece più preoccupanti dal momento che finora avevano rappresentato un fattore di sostegno molto importante.

I riscatti dei fondi High Yield fanno venire meno un importante sostegno

Senza un calo dell'avversione al rischio, è difficile che gli investitori possano tornare in massa sul debito speculativo. Tuttavia, in assenza di uno scenario di ricaduta economica, con fondamentali che continuano a migliorare, le insolvenze che diminuiscono, un carry piuttosto interessante e l'assenza di alternative attraenti, preferiamo mantenere la nostra allocazione positiva sul mercato High Yield.

Chiuso il mercato primario IG europeo

Monthly Total Gross Issuance, Fixed and Floating



I fondi d'investimento High Yield subiscono riscatti

4-week rolling High Yield mutual funds



Source: Lipper FMI (formerly AMG Data Services).



MERCATO DEI CAMBI

L'euro dovrebbe smettere di scendere, ma è difficile immaginare un rimbalzo durevole

Volatilità in aumento per l'euro che stenta a rafforzarsi

Voci di interventi

Euro debole nel medio termine

Il nuovo Primo ministro giapponese a favore di uno yen più debole

Verso una reazione del G7 o del G20?

Da fine aprile, l'euro ha perso nettamente terreno nei confronti del dollaro (-9% al 10 giugno), dello yen (-12%) e di un paniere di valute (-6%) sotto l'effetto degli ultimi sviluppi della crisi del debito sovrano. Numerosi avvenimenti e voci hanno inciso sulla valuta che è riuscita a beneficiare per pochissimo tempo dell'annuncio del piano di stabilizzazione europeo, ripartendo poi rapidamente al ribasso dopo un primo soprassalto. Il 18 maggio la decisione unilaterale della Germania su alcune vendite allo scoperto ha risollevato il timore di vedere andare in frantumi la coesione europea, respingendo la moneta unica sotto 1,22 dollari. Il livello basso raggiunto dalla parità EUR/USD ha suscitato voci di intervento, permettendo quindi all'euro di tornare verso 1,26 il 21 maggio. Altri elementi sono poi entrati in gioco. Le autorità cinesi hanno infatti indicato che, contrariamente ad alcune voci, intendevano proseguire la diversificazione delle loro riserve verso l'euro. Gli acquisti effettuati dalla BNS il 18 maggio, per evitare che la parità EUR/CHF passasse sotto 1,40, e un timido ritorno della propensione al rischio hanno anch'essi giocato un ruolo, ma l'euro è rimasto estremamente volatile. All'inizio di giugno, l'EUR/USD è passato sotto 1,20 per i timori suscitati dalle dichiarazioni del governo ungherese.

Vi sono elementi favorevoli a un rimbalzo dell'euro a breve termine (solidarietà europea, possibile calo dell'avversione al rischio, posizioni speculative) che dovrebbero in un primo tempo porre un freno al ribasso della parità EUR/USD (ormai prossima al suo valore d'equilibrio). Successivamente, la tendenza ribassista dovrebbe riapparire verso la fine dell'anno e prendere piede nel 2011 quando le considerazioni più fondamentali (crescita, politica monetaria) ritorneranno in primo piano.

Debolezza dello yen entro la fine dell'anno. Quando era ancora Ministro delle Finanze, Naoto Kan ha lasciato intendere che un intervento fosse possibile, dichiarando che desiderava evitare un «rialzo eccessivo» dello yen. Ormai Primo Ministro, dovrebbe cercare di convincere la BoJ ad agire in tal senso. La conferma di un politica monetaria molto espansiva e la decisione di fornire liquidità a un anno alle banche potrebbero facilitare il ritorno delle operazioni di carry finanziate in yen, che tuttavia presuppongono un calo dell'avversione al rischio.

I livelli su alcune valute, la rapidità dei movimenti e il rischio potenziale per l'attività reale di questi sviluppi potrebbero suscitare reazioni ufficiali finalizzate a normalizzare il mercato dei cambi. Le banche centrali sono infatti troppo occupate per supportare una crisi sulle valute. Il gioco sta entrando in una fase politica che potrebbe comportare la fine della partita.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	10-Jun-10	2Q :	2010	3Q 2	2010	4Q 2	2010	1Q 2011	
		2009	10-Jun-10	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2057	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20
	USD / JPY	93	91.47	90	100	95	100	100	105	100	110
	USD / CAD	1.05	1.0381	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.8340	0.85	0.90	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.4594	1.39	1.56	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47
	USD / CHF	1.03	1.1429	1.10	1.14	1.10	1.14	1.14	1.18	1.19	1.23
EUR Block	EUR / JPY	134	110.29	113	125	119	125	123	129	118	129
	EUR / GBP	0.89	0.8262	0.80	0.90	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85
	EUR / CHF	1.48	1.3780	1.38	1.43	1.38	1.43	1.40	1.45	1.40	1.45





Mercati industrializzati

Sempre più pronunciato il rischio di una inversione di tendenza al ribasso

Subentra un rallentamento ciclico ...

Nelle ultime settimane lo scenario, fino a quel momento molto favorevole alle azioni, è andato peggiorando. Gli indicatori prospettici del ciclo economico mondiale che monitoriamo hanno confermato l'inversione al ribasso e accreditano di conseguenza il nostro scenario di una decelerazione del ritmo dell'attività economica mondiale a partire dal secondo semestre di quest'anno. Non prevediamo tuttavia un ritorno in recessione dell'economia mondiale, soprattutto grazie alla resistenza dell'economia americana —politica fiscale ancora favorevole nel 2010— e più ancora al dinamismo dei paesi emergenti. Inoltre, le condizioni monetarie resteranno particolarmente favorevoli nei paesi industrializzati nei prossimi trimestri. Di per sé, il rallentamento ciclico che sta subentrando non rappresenta un ostacolo insormontabile alla crescita dei mercati azionari. Tuttavia, l'imminente calo del ritmo della crescita, ancora non confermato dagli ultimi dati macroeconomici pubblicati, interverrà in un contesto particolarmente sfavorevole e ansiogeno per le borse.

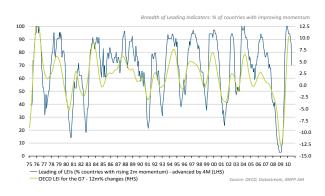
Le recenti tensioni sul debito sovrano di alcuni Stati ricordano infatti che l'eredità della crisi dei «subprime» non si è ancora conclusa e che il suo corollario - tensioni sulle condizioni di (ri-)finanziamento, accelerazione delle strette fiscali e fiducia in calo – continuerà a pesare sulla crescita mondiale ancora per molti anni.

La ripresa dei timori legati alla sostenibilità della crescita interviene ora che le delusioni «cicliche» sono destinate nuovamente ad aumentare. Quindi, il tasso di sorprese estremamente favorevoli sulle pubblicazioni macroeconomiche, ma anche sui risultati delle imprese, dovrebbe molto presto iniziare a peggiorare, contribuendo di nuovo ad alimentare timori più strutturali sulla crescita mondiale a causa dei grandi squilibri che perdurano (indebitamento delle famiglie e degli Stati, qualità degli attivi detenuti dagli individui e dagli istituti finanziari).

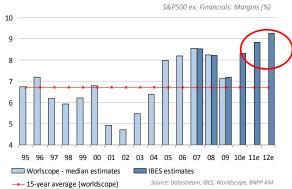
Il flusso di notizie e soprattutto le probabili delusioni che le accompagneranno – che spesso svolgono un ruolo maggiori degli stessi fondamentali sull'andamento dei mercati a breve e a medio termine – dovrebbero quindi ritornare ad essere un fattore sempre più negativo nei prossimi mesi. Per il momento, la crescita degli utili resta orientata molto positivamente e la stagione di pubblicazione dei risultati del secondo trimestre potrebbe persino continuare a sorprendere positivamente.

...che genererà delusioni proprio mentre si intensificano i timori sulla sostenibilità della crescita

Gli indici precursori degli indicatori prospettici si sono già invertiti



Aspettative di margini molto (troppo?) ottimistiche





Mercati industrializzati

Incombono rischi sulle aspettative di utile, attualmente molto favorevoli Tuttavia, incombono rischi sulla crescita dei risultati. 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. Infine, i risultati del settore finanziario dovrebbero risentire dei recenti movimenti di mercato e delle maggiori difficoltà di finanziamento che essi implicano. In questo contesto, le attuali aspettative di crescita degli utili e delle vendite, oltre che i margini attesi che essi implicano, appaiono molto ottimistici. Inoltre, il momentum delle revisioni al rialzo di queste aspettative è al momento molto elevato in termini storici. Il potenziale di inversione di tendenza e di delusioni su questo fronte è quindi molto significativo per i prossimi mesi, un ulteriore rischio importante per le azioni.

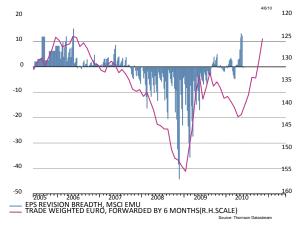
In questa prospettiva, gli attuali livelli di valutazione favorevoli, e particolarmente attraenti sulla base dei PER a 12 mesi, sono da considerare con prudenza. Tanto più in un conteso di incremento dell'incertezza sulla crescita e di aumento dei timori, deflazionistici a breve termine e inflazionistici a più lungo termine, le valutazioni dovrebbero avere meno impatto nelle considerazioni d'investimento. Inoltre, al di là di un probabile rimbalzo tecnico a brevissimo termine, restiamo prudenti sulle azioni nel medio termine.

Ripartizione geografica: preferiti gli Stati Uniti Il principale cambiamento di questo mese nella nostra ripartizione geografica è il passaggio da sovraponderato a neutrale sul mercato giapponese, poiché le incertezze sul piano economico e politico controbilanciano la dinamica rialzista delle revisioni degli utili e la valutazione relativa ragionevole. Manteniamo la nostra sovraponderazione sulle azioni americane in virtù della forte avversione al rischio e di prospettive di utile ancora favorevoli nel breve termine nonostante il rafforzamento del dollaro. Restiamo leggermente sovresposti alle azioni britanniche grazie alla politica monetaria e ad una valutazione relativa molto interessante. Tuttavia, la forte crescita della sterlina contro euro e le incertezze sul nuovo piano fiscale ci inducono a una maggiore prudenza. Riduciamo di nuovo leggermente la nostra sottoesposizione alle azioni della zona euro per tenere conto dell'impatto favorevole della svalutazione dell'euro (esportazioni, utili rimpatriati) ma le difficoltà strutturali, la sfiducia rispetto all'esposizione delle banche al debito dei paesi periferici e l'adozione di piani di rigore fiscale in un periodo di fragile ripresa restano penalizzanti.

Valutazioni interessanti, finché le attese di utile per azione non sono rimesse in discussione



L'euro più debole: impatto positivo sugli utili per azione





Mercati emergenti

Performance superiore, per un beta inferiore

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

Sovraperformance e beta ridotto

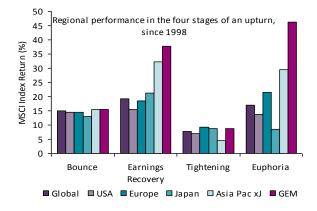
Gli indicatori prospettici sono ancora in fase discendente dall'autunno 2009, e lo saranno ancora per qualche mese. La stretta delle politiche monetarie, che sta ora iniziando in numerosi paesi, quali Brasile e India, dovrebbe proseguire. La debolezza della congiuntura internazionale – accentuata dalla crisi del credito sovrano – allontana tuttavia lo spettro di una impennata incontrollata dei prezzi e quindi della volatilità dei mercati associata alle fasi restrittive. Neanche altri indicatori di attività sono favorevoli, soprattutto il ciclo dei semiconduttori e l'accumulazione delle scorte rispetto al livello delle consegne.

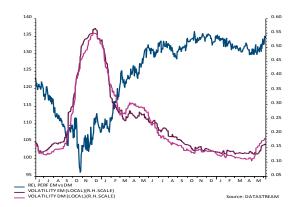
Infine, una normalizzazione dell'economia cinese (da una crescita eccessiva a una crescita elevata) non è favorevole alle materie prime, e potrebbe pesare su mercati quali il Brasile, la Russia e, in misura minore, l'India. Il forte calo del dollaro australiano riflette fedelmente queste nuove prospettive.

L'andamento dei mercati emergenti è storicamente molto dipendente dalla congiuntura mondiale, dalla politica monetaria della Fed e dai flussi nei fondi. Ciò si riflette nel loro beta elevato e spiega le forti oscillazioni degli indici emergenti rispetto alle borse industrializzate in periodi di crisi finanziaria. Stranamente, dall'inizio della crisi del rischio sovrano in Europa è avvenuto il contrario. Infatti, l'indice degli emergenti ha superato quello dei paesi industrializzati (in valute locali) del 4,3%, nonostante la stretta monetaria nella zona. La volatilità degli emergenti rispetto a quella dei paesi industrializzati è persino diminuita. Inoltre, l'apprezzamento del dollaro (riflesso di un incremento dell'avversione al rischio) non ha determinato il previsto calo degli indici emergenti. Se questa tendenza persiste, concludere che gli emergenti offrano una crescita superiore e un beta inferiore sarebbe seducente, un profilo ideale in un portafoglio. Non è ancora il caso in termini di performance assoluta, poiché i rischi sono ancora numerosi, come l'orientamento ribassista degli indicatori prospettici cinesi e la prosecuzione della stretta monetaria. Riteniamo che una marcata inversione di tendenza non avrà luogo prima di uno o due trimestri, corrispondenti al minimo ciclico degli indicatori prospettici.

Aumento dei tassi, performance modesta

Emergenti: sovraperformance e rischio inferiore







Mercati emergenti

Picco di stress = toccato il punto di minimo ?

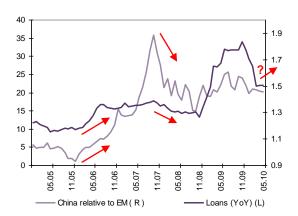
Tornare a una lieve sovraesposizione sulla Cina In termini tecnici, gli indici emergenti poggiano nuovamente su un'importante linea di supporto. Gli indicatori di stress hanno inoltre toccato un picco a fine maggio, e confermano l'orientamento rialzista a breve termine. Per quanto riguarda la valutazione, il mix tra revisioni al rialzo degli utili e la correzione dei mercati ha spinto i multipli di valutazione verso livelli nettamente inferiori alla loro media storica. Infine, ricordiamo che le società emergenti sono spesso meno indebitate delle loro omologhe dei paesi industrializzati, il che accresce ulteriormente la loro attrattiva.

Dopo un afflusso massiccio nel 2009, i flussi di fondi verso gli emergenti saranno più modesti a causa dell'avversione al rischio. Non sorprende quindi che dall'inizio dell'anno, solamente la regione EMEA goda di un apporto netto, mentre il resto è attratto da fondi emergenti globali poco discriminanti, quali gli ETF.

Torniamo leggermente positivi sulla Cina. Le vendite immobiliari hanno fortemente reagito alle drastiche misure adottate a metà aprile. Le transazioni sono crollate del 40% su un mese, il che potrebbe indurre a una pausa nella stretta monetaria, per evitare che il calo si auto-alimenti ed eroda la fiducia dei consumatori. Gli ultimi dati mostrano già una stabilizzazione nella crescita dei prestiti bancari e di M1, un fattore positivo. Anche le esportazioni hanno sorpreso in positivo, suggerendo che l'economia cinese resiste bene al ristagno internazionale. Primo grande mercato emergente a consolidare dall'estate 2009, la borsa cinese potrebbe essere anche la prima a riprendersi. Ne sono comunque convinte le autorità che confermano il collocamento in borsa dell'Agricultural Bank of China per la prossima estate, uno dei più importanti della storia. La configurazione tecnica è interessante e i portafogli hanno un livello eccessivo di cash.

Riduciamo la nostra esposizione alla Corea a causa dell'aggravarsi dei rischi geopolitici, anche se le condizioni economiche e finanziarie rimangono attraenti. Restiamo leggermente sottoponderati sul Brasile a causa del ciclo restrittivo, ma la valutazione si è normalizzata grazie alle buone revisioni degli utili. L'India rappresenta un investimento strutturale di lungo termine grazie alle enormi potenzialità della domanda interna, ma nel breve termine restiamo prudenti poiché il mercato è ancora troppo caro e il ciclo restrittivo è appena iniziato.

Cina: performance molto correlata ai prestiti



Brasile: valutazione tornata neutrale





STRATEGIE ALTERNATIVE

Materie Prime

Posizionamento prudente sulle materie prime. Ancora preferito l'oro

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

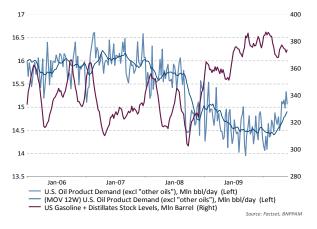
Mentre i prezzi del greggio scendevano nettamente, la domanda di prodotti petroliferi negli USA iniziava a mostrare segnali incoraggianti di ripresa nelle ultime settimane. Infatti, le statistiche settimanali del Dipartimento americano dell'Energia hanno evidenziato un rialzo della domanda di carburante e di distillati intermedi (ai massimi da marzo 2009). Questa ripresa della domanda è la benvenuta dal momento che il rimbalzo dei prezzi del petrolio negli ultimi mesi ha favorito l'incremento della produzione, compromettendo quindi il calo delle scorte. Se questo miglioramento trova conferma nei prossimi mesi, potremmo assistere alla normalizzazione delle scorte. Poiché a breve termine numerosi fattori di rischio, soprattutto sul macroeconomico, preferiamo aspettare prima di tornare sul petrolio. Restiamo quindi neutrali.

Manteniamo un'esposizione leggermente positiva ai metalli di base, dal momento che i fondamentali a breve termine restano positivi, con una domanda fisica sostenuta e prezzi prossimi ai costi di produzione. Uno scenario di rischio più favorevole potrebbe permettere al mercato di concentrarsi nuovamente sui fondamentali attuali, permettendo ai corsi di riprendersi.

La domanda d'investimento dovrebbe continuare a sostenere i corsi dell'oro Come il mese scorso, **l'oro** ha beneficiato di massicci flussi d'investimento in maggio. Quindi la quantità di oro detenuta attraverso gli ETF (ossia i fondi investiti in oro fisico) dagli investitori rappresenta al momento oltre 2 000 tonnellate. Di conseguenza, nonostante prezzi elevati che nuocciono alla domanda di fabbricazione di gioielli, la persistenza di uno scenario di avversione al rischio e di politiche monetarie favorevoli dovrebbe permettere di mantenere la domanda d'investimento, sostenendo quindi i corsi. **Manteniamo la nostra esposizione positiva sull'oro**.

Restiamo neutrali sui cereali. Infatti, la stagione di semina delle granaglie negli Stati Uniti ha avuto luogo in condizioni meteorologiche favorevoli e con livelli di scorte elevate e una domanda che cresce molto lentamente: in assenza di particolari eventi climatici, le prospettive sembrano quindi limitate. La forza del dollaro continua inoltre a pesare sulla domanda all'esportazione.

Petrolio: domanda in aumento, scorte elevate



Oro: accelerano i flussi d'investimento





AVVFRTFN7A

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.

^{**&}quot;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.



٠

^{*} 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.