

## Strategia d'Investimento del 6 maggio 2009

### La congiuntura rallenta meno rapidamente

I dati economici pubblicati nelle ultime settimane iniziano gradualmente a confermare il messaggio: dopo un crollo a fine 2008 e un inizio 2009 molto difficile, **il ritmo di peggioramento dell'attività sta rallentando**. Il movimento è iniziato negli Stati Uniti e in Cina e si diffonde progressivamente all'Europa e, in misura minore, al Giappone. Non si tratta ancora di un ritorno della crescita, ma il rimbalzo ciclico è innegabile e riconosciuto dopo due mesi dagli investitori. Abbiamo anche rilevato il miglioramento dei sondaggi, ma non condividiamo affatto l'entusiasmo degli operatori. Il punto di minimo della crescita economica è forse alle spalle, ma le economie sono cadute molto in basso. Le conseguenze della brusca frenata dell'autunno del 2008 non potranno quindi essere cancellate in pochi mesi.

### Il sistema finanziario ancora al centro delle preoccupazioni

La pubblicazione dei risultati degli «stress test» ai quali sono state sottoposte le banche americane all'inizio di maggio ha dato luogo a reazioni contrastanti: sollievo, da un lato, nell'apprendere che le ricapitalizzazioni necessarie saranno limitate; dubbi persistenti, dall'altro, sulla metodologia e la trasparenza di queste stime. Più in generale, gli interrogativi sul futuro degli attivi tossici nel sistema finanziario mondiale sono destinati verosimilmente a persistere. Infatti, le ultime stime in materia rilasciate dall'FMI non sono incoraggianti: le perdite ammonterebbero a 4 000 miliardi di dollari, tenendo conto, oltre agli Stati Uniti, anche di altri mercati maturi tra i quali l'Europa. La reazione degli istituti finanziari alle misure di politica monetaria rischia infatti di risentirne. Le Banche Centrali (e i governi) si sforzano di risolvere il problema e di rilanciare il credito: attraverso l'imposizione (esempio cinese) oppure aggirando le banche commerciali (esempio americano), oppure ancora migliorando la situazione delle banche (ultime misure della BCE). Se la prima soluzione è stata la più rapida da realizzare, la seconda inizia ora a dare i primi risultati, ma senza dubbio più lentamente di quanto sperasse Ben Bernanke, mentre il terzo approccio (mantenere il ruolo centrale delle banche commerciali nel sistema finanziario) deve ancora dimostrare la sua efficacia. **Il miglioramento delle condizioni di finanziamento dovrebbe infine dare i suoi frutti**, come mostrano i primi segnali di un funzionamento più normale dei mercati interbancari e del miglioramento della liquidità sul mercato del credito, **ma si tratta di un processo lungo**.

### I fondamentali non giustificano per ora un rimbalzo duraturo delle azioni

Il rialzo in corso dal 9 marzo potrebbe protrarsi ancora qualche settimana, soprattutto sotto l'effetto del ritorno sulle azioni degli investitori di lungo termine, che possono avere il timore di «lasciarsi sfuggire il rimbalzo». Il fatto che la maggior parte dei grandi indici registri ormai una crescita dall'inizio dell'anno rischia di rafforzare questo fenomeno. Tuttavia, dal momento che le valutazioni sono ormai meno interessanti e il contesto macroeconomico resta obiettivamente degradato, le preoccupazioni di lungo termine sono destinate a prendere il sopravvento sull'attuale euforia. Il recente rialzo delle borse deve peraltro essere relativizzato poiché, se è vero che sono i settori più ciclici ad avere registrato il maggior rimbalzo, è altrettanto vero che proprio questi settori erano stati in precedenza i più colpiti. Lo scenario del mercato azionario è forse già meno ottimistico di quanto sembrasse. **Una posizione neutrale ci sembra la migliore delle opzioni in questa fase**.

Equity Markets (local currencies)	Last price 13/05/2009	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
Stoxx 50	2,046	6.7	4.0	-1.8
EuroStoxx 50	2,357	4.9	5.8	-3.7
CAC 40	3,153	6.0	5.2	-2.0
DAX	4,728	5.3	7.1	-1.7
MIIB	19,381	11.3	9.3	-0.4
Ibex 35	9,001	3.4	8.9	-2.1
Footsie 100	4,331	8.7	3.4	-2.3
SMI	5,277	4.1	2.9	-4.6
S&P 500	884	2.9	6.9	-2.1
Dow Jones Indus 30	8,285	2.8	5.5	-5.6
Nasdaq	1,664	0.7	8.5	5.5
Nikkei 225	9,340	4.7	20.1	5.4
Topix	889	4.7	16.2	3.4
MSCI Emerging (USD)	33,242	8.0	20.8	22.3
Kospi composite	1,415	5.7	18.6	25.8
Bovespa	48,679	5.8	16.8	29.6
Russia RTS	948	16.3	51.8	50.0
India BSE 30	12,020	9.6	24.8	24.6
HS China - Red Chip (HKD)	3,820	13.5	15.2	9.9

Bond Markets	Last yield 13/05/2009	1M chg	3M chg	Ytd
		(changes in bp)		
10-year US T-note	3.11	32	32	89
2-year US T-note	0.87	1	-5	10
10-year Bund	3.34	15	24	37
2-year Bund	1.29	-9	-1	-48
10-year Gilt	3.52	32	5	50
2-year Gilt	1.04	-26	-14	2
10-year JGB	1.46	0	20	29
2-year JGB	0.38	-7	-6	-2

	Last spread	1M chg	3M chg	Ytd
		(changes in bp)		
Lehman Global High yield	1147	-230	-265	-436
Lehman US High Yield	1152	-247	-299	-517
Lehman EUR High Yield	1441	-269	-223	-512
Lehman US Invest.grade	410	-89	-63	-145
Lehman EUR Corporate	347	-85	-78	-114
JP Morgan EMBI+	504	-62	-175	-186

Currencies	Last 13/05/2009	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
EUR/USD	1.36	2.6	6.5	-2.1
USD/JPY	96.1	-3.2	6.0	6.0
GBP/USD	1.52	1.8	6.3	5.4
USD/CHF	1.11	-3.1	-5.2	4.0
EUR/JPY	130.7	-0.6	12.8	3.7
EUR/GBP	0.90	0.8	0.1	-7.2
EUR/CHF	1.51	-0.5	1.0	1.7

Commodities	Last price 13/05/2009	1M chg	3M chg	Ytd
		(% changes)		
Oil (WTI), \$/bbl	58.0	17.2	70.5	47.8
Reuters/CRB index	352.8	7.1	10.6	12.1
Gold, \$/oz.	925.5	4.1	-2.3	5.4

Source: Factset, BNPP AM

Redatto il 13 maggio 2009

# Indice

<b>ASSET ALLOCATION.....</b>	<b>3</b>
<b>PROSPETTIVE ECONOMICHE.....</b>	<b>4</b>
PUNTO DI VISTA .....	4
MERCATI INDUSTRIALIZZATI .....	5
<b>MERCATI OBBLIGAZIONARI .....</b>	<b>6</b>
<b>MERCATO DEI CAMBI .....</b>	<b>8</b>
<b>MERCATI AZIONARI .....</b>	<b>9</b>
MERCATI INDUSTRIALIZZATI .....	9
MERCATI EMERGENTI .....	14
<b>AVVERTENZA .....</b>	<b>17</b>



# ASSET ALLOCATION

## 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				EQUITIES: EMERGING COUNTRIES3			
	Sharpe Ratio	mai-09 weights	avr-09 weights		Alpha	mai-09 weights	avr-09 weights		Alpha	mai-09 weights	avr-09 weights
<b>EQUITIES</b>				US	0.0	0.1%	0.0%	Brazil	0.1	0.3%	0.7%
Developed Equities	0.0	0.0%	-0.3%	Canada	0.2	2.0%	2.2%	Mexico	-0.4	-1.2%	-3.0%
Emerging Equities	0.1	0.1%	0.1%	Euroland	-0.1	-1.3%	-2.0%	China	0.4	1.4%	2.6%
<b>FIXED INCOME</b>				Japan	0.0	0.2%	-0.2%	India	0.1	0.3%	1.2%
Government Bonds	0.0	0.0%	0.0%	UK	0.0	0.2%	0.1%	South-Korea	0.0	0.1%	-0.5%
Investment Grade	0.2	2.6%	2.9%	Switzerland	-0.2	-2.0%	-2.5%	Taiwan	0.1	0.3%	0.3%
High Yield	-0.1	-0.8%	0.0%	Australia	0.1	0.9%	2.3%	Russia	0.0	0.1%	0.3%
Emerging Debt	-0.1	-0.3%	-0.31%	Module Total		0.0%		Poland	-0.1	-0.4%	-0.1%
<b>COMMODITIES</b>								South Africa	-0.3	-1.1%	-1.4%
Brent Oil	0.0	0.0%	0.0%					Turkey	0.1	0.3%	-0.1%
Base Metals	0.1	0.3%	0.0%	<b>BONDS: COUNTRIES SOVEREIGN4</b>				Module Total		0.0%	
Gold	-0.2	-0.5%	-2.0%		Alpha	mai-09 weights	avr-09 weights				
Agricultural	0.3	0.9%	2.1%	US	0.0	-0.5%	-0.4%				
Cash Euro	0.1	0.4%	0.8%	Euroland	0.2	5.9%	5.9%				
Module Total	0.0	-2.7%	-3.2%	Japan	-0.2	-4.3%	-7.5%				
		0.0%		UK	0.0	-0.5%	2.4%				
				Switzerland	0.0	-0.5%	-0.4%				
				Module Total		0.0%					

1- Hedged in Euro, 2- MSCI hedged in Euro  
3- MSCI local unhedged, 4- JPM GBI hedged in Euro,  
5- Forwards to Euro investor  
\* Risk Budget (in bp), \*\* VaR 99% 1 month,  
\*\*\* Ner: Multi-Asset Class

## Asset allocation

- Posizione neutrale sulle azioni, con una lieve preferenza per gli emergenti. Se il punto di minimo del ciclo economico sembra ormai alle spalle, la ripresa dovrebbe rivelarsi tuttavia debole finché non si sarà normalizzato il funzionamento del sistema finanziario. Le valutazioni sono diventate meno interessanti dopo il rimbalzo degli ultimi mesi e cresce il rischio di un consolidamento.
- Neutrali sui titoli di Stato: debolezza economica presente e futura, ma rallenta il ritmo del peggioramento.
- Confermata la posizione positiva sul credito Investment Grade, ancora attraente nel medio termine. Adozione di una posizione negativa sul segmento High Yield: valutazioni diventate troppo ottimistiche alla luce delle insolvenze ancora in arrivo.
- Sovraesposizione sulle materie prime, ad eccezione dei metalli di cui riduciamo tuttavia la sottoesposizione, per tenere conto dei segnali di miglioramento dell'attività industriale a breve termine.

## Mercati azionari industrializzati

- Confermata la preferenza per Canada ed Australia: ripresa in Asia, rimbalzo dei corsi delle materie prime e sistemi finanziari relativamente più solidi. Diminuiamo l'esposizione all'Australia a causa di valutazioni relative meno attraenti e di una dinamica di prezzo relativo divenuta negativa.

- Neutrali con un orientamento leggermente positivo sugli Stati Uniti (politiche monetaria e fiscale senza paragoni) e il Giappone (ripresa in Asia, indebolimento dello Yen, valutazione interessante).
- Sottoesposizione alla zona Euro (politiche economiche meno reattive, utili penalizzati dalla rigidità dei costi del lavoro, rafforzamento dell'euro) e alla Svizzera (esposizione internazionale penalizzata dalla valuta forte, elevata concentrazione su alcuni titoli).

## Mercati azionari emergenti

- Cina, India e Brasile, in misura inferiore, restano i nostri mercati preferiti. La loro esposizione è tuttavia ridotta per tenere conto di valutazioni meno attraenti e del rischio crescente di consolidamento, dopo la buona performance degli ultimi mesi. I fondamentali economici della Cina sono positivi, ma l'ottimismo sui segnali di ripresa sembra in parte già integrato nei corsi.
- Taiwan dovrebbe beneficiare del disgelo delle relazioni con la Cina (riduzione del premio al rischio «politico»).
- Adozione di un orientamento lievemente positivo sulla Turchia, dove il calo dell'inflazione dovrebbe permettere ai tassi d'intervento di continuare a diminuire.
- Confermata la sottoesposizione al Messico (l'influenza A dovrebbe aggravare una situazione economica già orientata negativamente) e sul Sud Africa (inflazione elevata e dinamica di prezzo relativo negativa).





# PROSPETTIVE ECONOMICHE

## PUNTO DI VISTA

### Sollievo dopo gli «Stress Test», ma ancora incertezza sui «Covered Bonds»

Se si cerca di allontanarsi un po' dal flusso di dati economici pubblicati ogni giorno – accolti sempre con entusiasmo – due notizie hanno alimentato le riflessioni degli investitori all'inizio di maggio, o quantomeno avrebbero dovuto alimentarle dal momento che queste informazioni erano attese da oltre due mesi, un'eternità per i mercati azionari.

Il 7 maggio, le autorità di vigilanza (Fed, Tesoro, FDIC) hanno pubblicato i risultati dei test di resistenza («stress test» o piuttosto *SCAP, Supervisory Capital Assessment Program*), mentre alcuni dati erano già filtrati sulla stampa. I risultati in sé non sono negativi: 10 delle 19 banche esaminate hanno un fabbisogno di ricapitalizzazione per un totale di 75 miliardi di dollari, un ammontare che può essere coperto dalle somme ancora non utilizzate nel quadro del piano di stabilizzazione del sistema finanziario. Quattro istituti sono particolarmente esposti (Bank of America, Wells Fargo, GMAC e Citigroup) e hanno in alcuni casi già iniziato a fare appello al mercato, con un certo successo. Dubbi sulla validità dei test (ipotesi economiche troppo favorevoli anche nel caso dello scenario «nero», risultati «negoziati» prima della pubblicazione) sono emersi rapidamente, senza tuttavia portare alla loro totale rimessa in discussione. L'FMI ha peraltro suggerito che un dispositivo analogo venga adottato per le banche europee. Tutto sta avvenendo come se le autorità, i banchieri, gli investitori e forse persino «l'uomo della strada» fossero sollevati di avere dati da commentare, anche se questi dati sono oggetto di cautela. Sta nascendo una sorta di «unità nazionale» attorno al sistema bancario americano, come testimonia il tono piuttosto retorico della dichiarazione di Ben Bernanke che ha accompagnato la pubblicazione dei risultati: «la crisi attuale è uno degli episodi finanziari ed economici più difficili della storia moderna, ma non vi è alcun problema che non possiamo superare dando prova di perspicacia, pazienza e ostinazione». Poche ore prima, il tono adottato da Jean-Claude Trichet era piuttosto differente.

La Banca Centrale Europea ha intrigato gli osservatori annunciando che intendeva procedere ad acquisti di «covered bonds». Questo annuncio fatto giovedì 7 maggio è arrivato dopo numerose discussioni nel Consiglio Direttivo della Banca e nella comunità degli economisti sulla natura delle misure non convenzionali che la BCE potrebbe adottare. Erano state avanzate numerose ipotesi, ispirandosi agli esempi delle altre grandi Banche Centrali. Due vie erano state esplorate ed evocate in maniera particolare da numerosi membri del Consiglio: acquisti di titoli privati o di titoli pubblici, ma la prima di queste opzioni sembrava aver raccolto il maggiore sostegno. La BCE ha operato una sintesi, optando per le obbligazioni garantite,

ossia titoli legati a crediti ipotecari o a crediti del settore pubblico.

Nel 2007 le obbligazioni garantite in circolazione nella zona Euro ammontavano a circa 1.500 miliardi di euro (fonte: *European Covered Bond Council*), ma il mercato è stato molto penalizzato dalla crisi finanziaria, cosicché la sua attività è stata molto ridotta nel 2008, tanto sul mercato primario quanto sul mercato secondario. Il mercato è concentrato per il 94% tra quattro paesi (Germania, Spagna, Francia, Irlanda), con la Germania che rappresenta oltre la metà del mercato, con i *pfandbrief*. Le emissioni fatte negli ultimi anni sono tuttavia state ripartite meglio nella zona Euro.

È probabile che, più che la scelta dei titoli, sia l'assenza di dettagli su queste operazioni a turbare gli animi. In occasione della sua conferenza stampa, Jean-Claude Trichet ha semplicemente indicato che i membri del Consiglio Direttivo si sono «ritrovati d'accordo sul principio» di acquistare per circa 60 miliardi di euro obbligazioni garantite. Jean-Claude Trichet ha inoltre precisato che «la Banca Centrale non si sta imbarcando affatto in un processo di allentamento quantitativo», ma intende «ravvivare un segmento del mercato dei titoli privati». Questo commento lascia intendere che la BCE limiterà indubbiamente i suoi sforzi ai titoli privati. I dettagli di queste operazioni dovranno essere precisati in occasione della prossima riunione di giugno.

Jean-Claude Trichet ha indicato che questa decisione è stata presa all'unanimità. Poi i pareri si sono divisi sull'opportunità di una tale scelta, con alcuni che denunciano lo scarso coraggio della BCE, mentre altri salutano la sua ingegnosità. Come tutte le misure adottate dalle Banche Centrali dall'inizio della crisi, quest'ultima dovrebbe finire per dare i suoi frutti, stimolando il credito, soprattutto immobiliare, e permettendo un allentamento dei tassi. Tuttavia, sarebbe forse stato più opportuno adottare misure più leggibili, dal momento che le Banche Centrali stentano a volte a convincere della loro capacità di limitare le tensioni sui tassi a lunga scadenza, nonostante gli impegni assunti (cfr. andamento dei rendimenti dei T-note e dei Gilt da due mesi). Più in generale, la Fed ha sottolineato più volte la necessità di spiegare le misure non convenzionali adottate in materia di politica monetaria (nel caso specifico, il TALF) per rafforzare la loro efficacia o semplicemente per assicurare il loro successo. La strada del rinvio dei chiarimenti al mese prossimo scelto da Jean-Claude Trichet non rientra affatto in questo quadro.





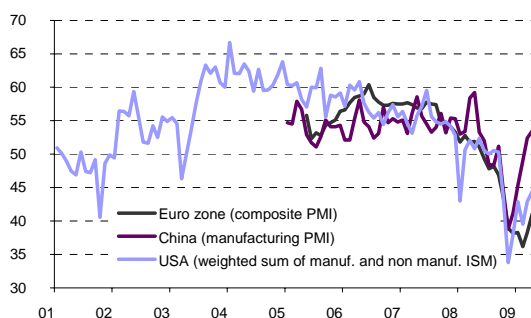
# PROSPETTIVE ECONOMICHE

## MERCATI INDUSTRIALIZZATI

### Un rimbalzo ciclico, e dopo?

Soprattutto negli Stati Uniti e in Cina, iniziano ad emergere segnali di rafforzamento degli indicatori più ciclici: in primo luogo i sondaggi tra le imprese del settore manifatturiero.

#### Conferma del rimbalzo dei sondaggi PMI



Source: Bloomberg, Factset, BNPP AM

Questo elemento ha svolto un ruolo innegabile nella ripresa dei mercati azionari in corso da marzo, e inizia a diffondersi in modo più netto l'idea che la maggiore contrazione dell'attività mondiale è da circoscrivere al periodo compreso tra il 4° trimestre 2008 e il 1° trimestre 2009. Tuttavia, con l'eccezione seppur significativa della Cina, **gli indici sono inferiori a 50 nella maggior parte dei grandi paesi, un risultato che corrisponde ad una fase di contrazione.**

Nel suo intervento davanti alla commissione economica del Congresso all'inizio di maggio, Ben Bernanke ha presentato un'analisi della situazione congiunturale negli Stati Uniti che riassume alla perfezione la situazione. Il Presidente della Fed prende atto dei dati recenti che suggeriscono che «il ritmo di contrazione sta forse rallentando», ma sottolinea contemporaneamente che l'occupazione dovrebbe continuare a diminuire e che gli investimenti produttivi sono molto deboli. Infine, conclude con un avvertenza molto chiara: «Anche dopo che la ripresa si sarà consolidata, il tasso di crescita rischia di rimanere inferiore al suo potenziale per un certo periodo».

In altri termini, Ben Bernanke ha posto l'accento su due elementi cruciali: **l'economia americana non è ancora in fase di ripresa** e, anche dopo il suo avvio, il ritmo di

crescita resterà moderato. Di questa dichiarazione si è preferito dare una lettura ottimistica. L'agenzia Associated Press ha così intitolato il resoconto del discorso: «Gli Stati Uniti potrebbero uscire dalla recessione nel corso dell'anno, secondo Ben Bernanke». Mentre all'inizio dell'anno i giornali brulicavano di confronti con la crisi del '29 e promettevano una recessione nera, ora è l'euforia a dominare le conversazioni e gli scambi sui mercati. Il rimbalzo ciclico che si delinea nasconde per ora i problemi che si porranno in prospettiva una volta superata la crisi. Con l'approssimarsi dell'estate, il morale degli investitori appare ormai all'insegna del bello, ma cosa accadrà di fronte alle prime difficoltà o anche prima?

Riteniamo che la **prossima preoccupazione riguarderà la natura della crescita economica** nei prossimi trimestri e che questo interrogativo rischia di prendere il sopravvento sul sollievo offerto dalla ripresa ciclica. In un primo tempo, la disoccupazione rischia di aumentare, pesando sui consumi. Il processo di disindebitamento degli agenti privati rischia di limitare la crescita e l'esplosione del debito e del deficit pubblici solleva problemi a più lungo termine. Un aumento del PIL relativamente debole dovrebbe limitare le prospettive degli utili delle imprese e i risultati di borsa.

**Non necessariamente una falsa partenza.** Il rimbalzo ciclico che sta partendo dopo i due trimestri di blocco dell'attività conseguenti alle difficoltà di finanziamento è una realtà. I piani di rilancio fiscali hanno indubbiamente contribuito positivamente. E ancora troppo presto per capire se la ripresa sarà a forma di «V», di «W» o anche di «L» – se quest'ultima può essere chiamata ripresa – ma è indubbio che queste discussioni torneranno alla ribalta. Quel che è più prevedibile è che la volatilità dei dati macroeconomici in un contesto di crescita ridotta può fare oscillare in qualsiasi momento l'opinione dominante verso una visione meno ottimistica dopo questa fase di euforia. Il ritorno ad un migliore funzionamento del credito resta il fattore chiave di un miglioramento più duraturo e la principale sfida per le Banche Centrali. La battaglia non è ancora finita.

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %											
	2008		2009				2010				2008		2009				2010			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
<b>Developed Economies</b>																				
USA	1.3	-2.7	-1.6	-3.6	[-2.8]	1.8	3.5	-0.2	[1.7]	3.8	-0.7	0.5	-1.4	[-0.9]	1.6	3.2	0.4	[1.5]		
Canada	0.5	-2.3	-1.4	-2.9	[-1.8]	2.1	3.4	1.3	[2.3]	2.4	0.2	0.8	-0.8	[0.2]	1.7	2.6	0.8	[1.8]		
Euro zone	0.7	-3.4	-2.3	-4.5	[-2.6]	0.3	1.6	-0.7	[0.5]	3.3	0.4	0.8	-0.1	[0.6]	1.3	1.9	0.5	[1.5]		
UK	0.7	-3.3	-1.8	-4.5	[-3.0]	0.3	2.5	-1.8	[0.5]	3.6	1.4	2.5	0.4	[1.0]	1.7	3.1	0.7	[1.8]		
Switzerland	1.6	-2.1	-1.1	-3.0	[-1.6]	0.3	1.1	-0.5	[0.6]	2.4	-0.4	0.2	-1.2	[0.0]	0.7	1.1	-0.1	[0.8]		
Japan	-0.7	-6.3	-4.2	-8.7	[-5.8]	0.8	4.2	-1.9	[0.7]	1.4	-1.3	-0.9	-1.8	[-1.1]	-0.5	0.5	-1.5	[-0.4]		
Australia	2.1	-0.6	0.3	-1.3	[-0.3]	1.7	3.1	0.5	[1.7]	4.4	2.1	2.7	1.1	[2.1]	2.4	3.2	1.7	[2.4]		

Source: Consensus Forecasts as of 14/04/2009



**BNP PARIBAS**  
ASSET MANAGEMENT



A BNP Paribas Investment Partner

# MERCATI OBBLIGAZIONARI

## Titoli di Stato

I mercati dei titoli di Stato hanno registrato un ulteriore peggioramento, soprattutto sul segmento lungo della curva, in linea con il continuo miglioramento degli attivi rischiosi (azioni e credito) e con la stabilizzazione di alcuni indicatori economici. Tuttavia, è meglio insistere troppo sullo stesso messaggio che non farlo abbastanza: «rallentamento del ritmo di peggioramento non significa ripresa», ed è opportuno ricordare questa idea nel costruire uno scenario sui tassi. In effetti, occorre ancora attendersi un periodo molto prolungato di crescita economica inferiore al suo potenziale e di politica monetaria espansiva, il che frena i tassi a breve e riduce i premi richiesti sui tassi a più lunga scadenza. D'altro canto, le diverse misure fiscali e monetarie, seguite dalla stabilizzazione del rallentamento, sembrano allontanare il rischio di depressione e di deflazione e mantengono pressioni rialziste sui tassi a lunga scadenza.

Negli **Stati Uniti**, la tensione dei tassi a lunga scadenza non è stata seguita da un movimento simile dei tassi ipotecari. Ciò è cruciale nella determinazione della politica monetaria, poiché l'obiettivo della Fed è quello di ridurre i costi del credito e non di mirare ai rendimenti dei titoli di Stato. Se, ad esempio, i tassi ipotecari dovessero seguire i tassi governativi al rialzo e ridurre quindi il potenziale di rifinanziamento voluto così fortemente, la Fed si sentirebbe senza dubbio obbligata ad aumentare il volume dei suoi acquisti di *Treasuries*.

In Europa, le Banche Centrali inviano ancora messaggi importanti: in **Gran Bretagna** la BoE aumenta di 50 miliardi di sterline la portata degli acquisti di debito, confermando l'impegno nella sua politica monetaria quantitativa e allontanando ogni speculazione in senso contrario. Gli investitori sembrano tuttavia più concentrati sulle problematiche legate alla solidità finanziaria del paese, problematiche visibili sul segmento più lungo della curva e che dovrebbero persistere. Nella **zona Euro**, poiché le decisioni della BCE riguardano piuttosto le emissioni private di tipo «covered», non dovrebbero esserci impatti sui rendimenti dei titoli di Stato. Tuttavia, il rallentamento economico è serio, e ulteriori riduzioni dei tassi d'intervento non sono esclusi, il che rende piuttosto eccessive le tensioni recenti sul tasso a 10 anni.

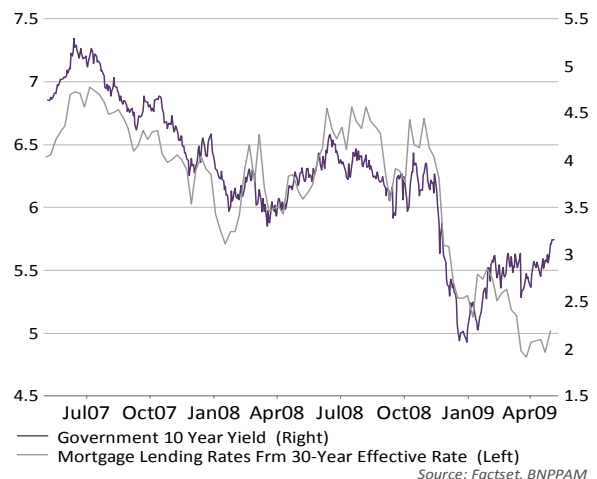
Complessivamente, i fondamentali economici restano ancora deboli, ma il rallentamento del ritmo di peggioramento è sufficientemente visibile da impedire ai tassi di tornare nuovamente su livelli estremamente bassi. In questo contesto, **confermiamo la nostra posizione neutrale sui titoli di Stato.**

## Interest Rate Projections : Major Markets

% End of Period	2008	Current	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10
US Fed Funds	0 / 0.25	0/0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25
10Y Treasury	2.22	3.16	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25	3.00 - 3.50	3.25 - 3.75
EU Refi Rate	2.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
10Y Bund	2.95	3.25	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25	3.25 - 3.50
UK Base Rate	2.00	0.50	0.50	0.50	0.50	0.50
10Y Gilt	3.02	3.61	3.00 - 3.50	3.00 - 3.50	3.50 - 3.75	3.50 - 3.75
SW Trgt Rate	0.50	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
10Y Govt	2.09	2.24	2.00 - 2.25	2.00 - 2.25	2.00 - 2.25	2.25 - 2.50
JP O/N Rate	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
10Y JGB	1.18	1.40	1.25 - 1.50	1.25 - 1.50	1.25 - 1.50	1.50 - 1.75

Source: BNPP AM as of 6/5/2009

## I tassi ipotecari per ora non aumentano



## Dettagli sulle operazioni di acquisto di *Treasuries* da parte della Fed (in milioni di dollari)

### Fed Permanent OMOs: Treasury

	Total Par Accepted	Maturity/Call Date Range:
04-mai	8 500	02/29/2016 - 02/15/2019
30-avr	3 025	08/15/2019 - 02/15/2026
27-avr	7 025	09/30/2013 - 02/15/2016
23-avr	7 000	05/31/2012 - 08/15/2013
21-avr	7 000	02/29/2016 - 02/15/2019
16-avr	1 503	01/15/2010 - 04/15/2032
14-avr	7 300	09/30/2013 - 02/15/2016
13-avr	7 370	03/31/2011 - 04/30/2012
08-avr	2 970	04/15/2010 - 02/28/2011
06-avr	2 530	08/15/2019 - 02/15/2026
02-avr	7 496	09/30/2013 - 02/15/2016
01-avr	6 008	05/31/2012 - 08/15/2013
30-mars	2 499	08/15/2026 - 02/15/2039
27-mars	7 541	04/30/2011 - 04/30/2012
25-mars	7 500	02/29/2016 - 02/15/2019
	85 267	

Source: Federal Reserve, BNPPAM

# MERCATI OBBLIGAZIONARI

## Credito IG e HY

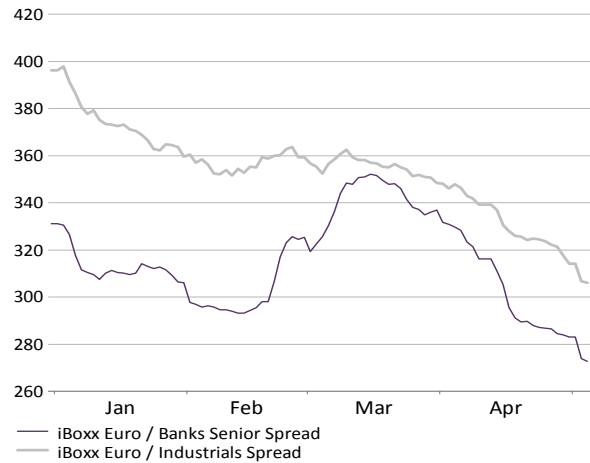
Il credito **Investment Grade** continua a migliorare e ha registrato anche questo mese performance considerevoli. Ciò è vero anche per il debito bancario subordinato, che nel primo trimestre era fortemente peggiorato e che ha invece recuperato buona parte delle perdite con un movimento spettacolare nelle ultime settimane. Il mercato primario registra in generale volumi ancora molto importanti per il settore non finanziario mentre, se si esclude il debito garantito dallo Stato, i bancari restano il fanalino di coda con emissioni molto ridotte dall'inizio dell'anno, se confrontate ad esempio con lo stesso periodo dell'anno scorso.

Nel complesso, gli spread integrano ancora uno scenario estremamente negativo – anche se ormai in misura minore - e **riteniamo vi sia ancora valore in questo mercato nel medio termine**. Attenzione, tuttavia, perché il cammino non è certo privo di ostacoli. L'annuncio dei risultati degli stress test ha senz'altro permesso di eliminare una fonte di incertezza non trascurabile e la stabilizzazione di alcuni indicatori allontana lo scenario di depressione e deflazione. Occorre tuttavia ricollocare il miglioramento del credito nel contesto di un rallentamento economico pronunciato e ancora in corso, di una ripresa che sarà molto lenta, di un sistema finanziario convalescente, di utili ancora in calo e di insolvenze in arrivo. C'è di che dubitare che il miglioramento recente continui ancora allo stesso ritmo.

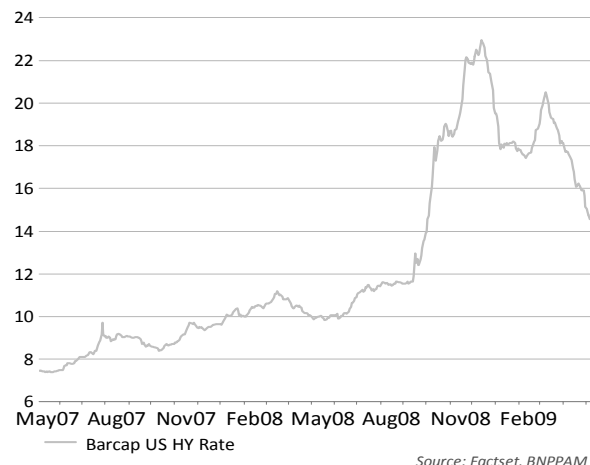
Il miglioramento del mercato **High Yield** è stato ancora più spettacolare, con una fortissima riduzione degli spread che negli Stati Uniti sono passati da un massimo del 20% a quasi l'11% di oggi per l'indice Barcap. È legittimo chiedersi se questa correzione non sia eccessiva nel contesto descritto sopra. Così come per il mercato IG, il rallentamento economico in atto è molto severo, abbastanza da far prefigurare tassi di insolvenza elevati ma anche tassi di *recovery* molto bassi. Riteniamo quindi che il movimento recente, trainato dal ritorno degli investitori verso gli attivi rischiosi dopo aver raggiunto livelli estremi di avversione al rischio, potrebbe quindi invertirsi, e **passiamo ora a una posizione sottoponderata**.

Tecnicamente, le emissioni sul mercato primario migliorano lentamente, con i volumi che restano sugli stessi livelli del 2008, ma nettamente inferiori agli anni precedenti. Questa offerta, ben compensata dall'abbondanza di cash disponibile in grado di assorbirla, è destinata a crescere, un fattore che potrebbe giocare prima o poi a sfavore di questo mercato.

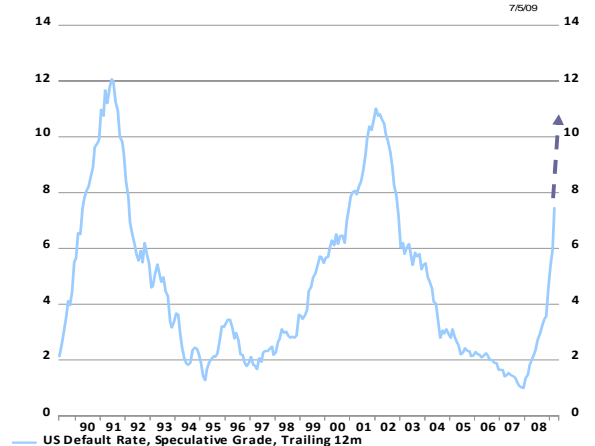
## Gli spread bancari senior diminuiscono rapidamente



## Il mercato HY un po' troppo ottimistico...



## ...visto che molte insolvenze devono ancora arrivare





# MERCATO DEI CAMBI

## Il «Quantitative Easing» indebolisce il dollaro

Come il mese scorso, la correlazione tra il mercato delle azioni e il mercato dei cambi è rimasta molto elevata. I segnali di miglioramento delle condizioni sui mercati finanziari hanno provocato il ritorno della propensione al rischio da marzo. Questo fenomeno si è tradotto in un rialzo a scapito del dollaro e dello yen, corroborando quindi le nostre ipotesi centrali. La volatilità continua a diminuire, ma il mercato sembra ancora alla mercé di una nuova ondata di avversione al rischio.

### L'euro-dollaro sotto l'influenza del Quantitative Easing.

Negli ultimi mesi abbiamo sottolineato una forte correlazione tra la propensione al rischio degli investitori, i corsi del mercato azionario e i movimenti del dollaro nei confronti dell'euro. Negli ultimi giorni, il rallentamento del rimbalzo del mercato azionario non ha tuttavia provocato un rafforzamento del dollaro contro l'euro, al contrario di quanto accadeva in precedenza quando il dollaro era considerato come la prima valuta rifugio sul mercato. Ora, quanto meno nel breve termine, questo ruolo sembra messo in discussione. La politica aggressiva della Fed e la decisione della BCE di non entrare con decisione nel club dei paesi che praticano un allentamento quantitativo della loro politica monetaria («Quantitative Easing» o QE) giocheranno contro il dollaro. Nel brevissimo termine l'euro potrà quindi continuare ancora ad apprezzarsi contro il dollaro, oltre i livelli registrati a metà maggio (1,36), per quindi stabilizzarsi, se non svalutarsi leggermente, alla fine del secondo e terzo trimestre. Successivamente, l'euro potrebbe riprendere il suo apprezzamento contro il dollaro verso la fine del 2009 se si accentua la propensione al rischio sul mercato.

**Lo yen soffrirà della deflazione.** Analogamente, la parità USD/JPY resta ancora molto correlata con la propensione al rischio e il mercato azionario. Eppure, nel corso degli ultimi due mesi il rimbalzo del mercato azionario non ha provocato un forte apprezzamento del dollaro contro lo yen, il che può

esprimere un minore interesse degli investitori giapponesi per gli attivi in dollari. Più nel lungo termine, la parità USD/JPY dovrebbe raggiungere il suo valore di equilibrio, che il nostro modello di «fair value» stima attorno a 106/107, una soglia più favorevole alle esportazioni giapponesi. Se verso la fine del 2009 il tema del rischio inflazionistico negli Stati Uniti diventasse più impellente, questo elemento potrebbe pesare sullo yen attraverso la ripresa delle operazioni di carry (*carry trade*), poiché il dollaro non apparirebbe più agli occhi degli investitori come una valuta di finanziamento di queste operazioni. Al contrario, la situazione deflazionistica dell'economia giapponese, assicurando il mantenimento dei tassi a livelli bassi, gioca a favore del finanziamento in yen.

**Altri Movimenti.** Non abbiamo modificato le nostre previsioni sul franco svizzero e sulla sterlina. La Banca Nazionale Svizzera vuole una valuta debole e proseguirà i suoi interventi, se necessario. La svalutazione del CHF nei confronti dell'euro potrebbe proseguire fino alla fine dell'anno. La sterlina resta ancora nettamente sottovalutata rispetto al suo «fair value» ma, tenuto conto del QE in atto in Gran Bretagna, il ritorno verso il valore di equilibrio non dovrebbe intervenire nel breve termine. La parità EUR/GBP dovrebbe mantenersi attorno a 0,90 nei prossimi mesi.

Rispetto ai fondamentali economici, l'Australia resta un'oasi di calma relativa sul mercato dei cambi. Prevediamo una stabilità della valuta attorno ai livelli attuali, con un orientamento al rialzo in caso di ripresa delle operazioni di *carry trade* verso la fine del 2009.

## FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2008	06-May-09	2Q 2009		3Q 2009		4Q 2009		1Q 2010	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1,39	1,33	1,30	1,35	1,30	1,35	1,35	1,40	1,35	1,40
	USD / JPY	91	99	95	105	105	110	105	110	110	115
	USD/CAD	1,23	1,18	1,18	1,23	1,15	1,20	1,15	1,20	1,10	1,15
	AUD/USD	0,70	0,74	0,70	0,75	0,70	0,75	0,75	0,80	0,75	0,80
	GBP / USD	1,44	1,51	1,44	1,52	1,42	1,51	1,48	1,56	1,49	1,58
	USD / CHF	1,06	1,13	1,15	1,19	1,15	1,19	1,17	1,21	1,13	1,16
EUR Block	EUR / JPY	126	132	126	139	139	146	144	151	151	158
	EUR / GBP	0,97	0,89	0,87	0,92	0,88	0,93	0,88	0,93	0,87	0,92
	EUR / CHF	1,48	1,51	1,50	1,55	1,53	1,58	1,55	1,60	1,55	1,60

Source: BNPP AM as of 6/5/2009





# MERCATI AZIONARI

## MERCATI INDUSTRIALIZZATI

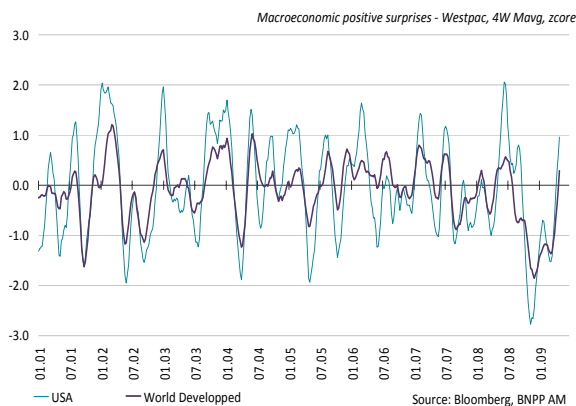
### I fondamentali non giustificano ancora un rimbalzo duraturo delle azioni

Il netto miglioramento di numerosi indicatori economici che suggerisce un ritmo di rallentamento dell'economia mondiale meno pronunciato nei prossimi trimestri e una maggiore visibilità sul sistema bancario americano dopo la pubblicazione dei risultati degli «stress test» ha giustificato un *repricing* del rischio rispetto ai livelli raggiunti a inizio marzo. Le valutazioni sono ora neutrali, ma i fondamentali non lasciano per ora prefigurare un rialzo durevole dei multipli e dei corsi di borsa. Nel breve termine, l'avversione al rischio – in calo, ma ancora elevata – potrebbe continuare ad alimentare il rimbalzo, ma i mercati sono ormai in prossimità di importanti soglie tecniche di resistenza.

#### Quadro macroeconomico meno degradato

Lo scenario più fosco, ancora delineato all'inizio dell'anno, di una depressione globale associata ad una intensa crisi sistemica, sembra ora scartato grazie all'azione congiunta delle Banche Centrali e alle misure fiscali di grande portata adottate da numerosi governi.

#### Prosegue l'incremento delle sorprese positive sugli indicatori macroeconomici



Il miglioramento delle condizioni di finanziamento, come testimoniano in particolare la maggiore liquidità dei mercati

del credito e la netta riduzione degli spread interbancari, costituisce un elemento molto positivo per il progresso dell'economia e dei mercati finanziari, ma per un ritorno a un funzionamento normale occorrerà molto tempo. È vero che il punto di minimo del ciclo economico sembra ormai essere stato raggiunto, ma la crescita mondiale resterà inferiore al suo potenziale per un lunghissimo periodo.

Inoltre, se i risultati degli «stress test» effettuati sulle banche americane sono piuttosto rassicuranti, permangono numerosi dubbi dopo la loro pubblicazione. Infatti, da un lato le perdite attese legate agli attivi tossici sono in linea, oppure leggermente superiori alle aspettative dell'FMI, ma potrebbero essere superate qualora si aggravasse la disoccupazione negli Stati Uniti. Inoltre, i rapporti di capitale applicati sembrano meno prudenti di quelli utilizzati dall'FMI. Tutti questi elementi potrebbero implicare un fabbisogno di ricapitalizzazione superiore ai 74 miliardi di dollari presentati, tanto più che le ipotesi di risultati operativi per i prossimi due anni – utilizzati per assorbire in parte le perdite legate alle svalutazioni di attivi – appaiono anch'esse relativamente ottimistiche.

#### Valutazioni prossime a livelli neutrali

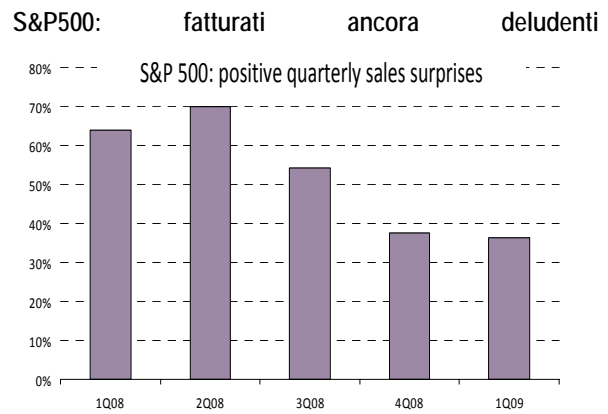
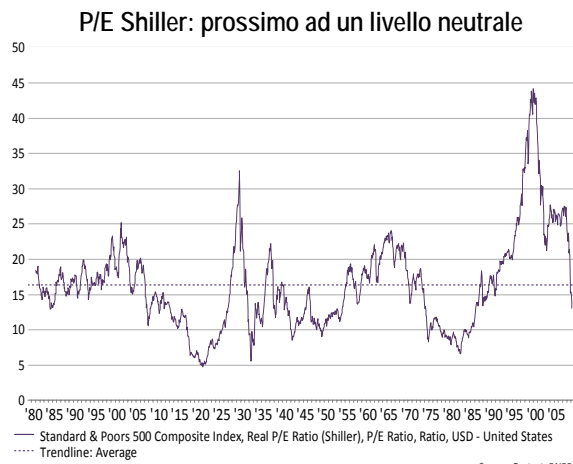
In questo scenario difficile, ma in presenza di indicatori che, seppur deboli, sono migliori delle attese, una rivalutazione del rischio è apparsa giustificata rispetto alla situazione prevalente durante l'inverno. Il forte rialzo dei mercati e il continuo calo dei risultati delle imprese hanno meccanicamente peggiorato i multipli di valutazione che si attestano ora a livelli neutrali, se non leggermente positivi, a fronte dei livelli nettamente positivi di inizio marzo. I P/E prospettici o i P/B ratios si attestano quindi a livelli molto prossimi alle loro medie storiche.

	EPS Growth (%)				P/E				Dividend
	2008	2009	2010	12m fwd	2008	2009	2010	12m fwd	yield (%)
S&P500	-23.1	-11.4	26.4	2.1	13.1	14.7	11.6	13.5	3.0
S&P/TSX	6.4	-23.1	22.8	-9.6	10.5	13.6	11.1	12.7	3.9
DJ EuroStoxx	-26.6	-13.0	18.9	-2.9	9.2	10.6	8.9	10.0	5.5
FTSE 100	-16.8	-32.3	16.8	-19.7	7.4	10.8	9.3	10.3	5.9
SMI	-75.4	ns	15.0	ns	42.8	11.3	9.8	10.8	3.3
Topix	-98.1	ns	78.1	ns	10.4	ns	30.3	28.1	2.4
S&P/ASX	-10.4	-2.2	18.5	-2.0	11.2	12.4	12.7	12.7	6.2
Emerging	-11.8	-10.1	24.1	1.3	10.9	12.3	9.9	11.4	3.3
EM Asia	-26.2	-4.4	35.5	9.7	14.7	15.8	11.7	14.2	2.8
EM Latam	-2.8	-2.7	9.7	1.4	10.3	10.6	9.6	10.3	4.5
EM Europe & Middle East	4.9	-29.1	23.2	-15.4	5.7	8.0	6.5	7.5	2.9

Source: Factsset, BNPPAM, IBES consensus as of 04/16/09



# MERCATI AZIONARI



Inoltre, l'aumento dei rendimenti degli attivi privi di rischio ha anche riportato le valutazioni relative – premi al rischio – verso livelli molto meno favorevoli, e pesa inoltre su tutte le valutazioni ottenute con i modelli di attualizzazione.

Se i livelli di valutazione sono quindi piuttosto neutrali (anche se durante questa crisi non si è mai scesi ai minimi storici...), il potenziale di aumento dei multipli ci sembra, nella migliore delle ipotesi, molto limitato a partire dai livelli attuali. Infatti, i timori di deflazione pesano ancora nel breve termine, senza parlare dei timori di inflazione su un orizzonte più lungo. Inoltre, la crescita degli utili continuerà a subire numerosi ostacoli in futuro e la visibilità resta debole, elementi che pesano anche sui multipli di valutazione.

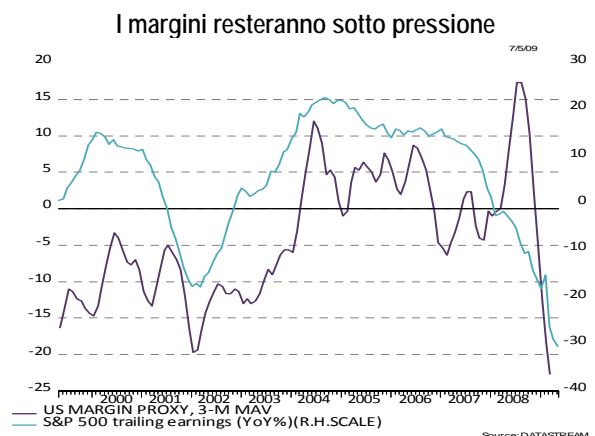
## Risultati delle imprese ancora sotto pressione

La stagione di pubblicazione dei risultati del primo trimestre, quasi conclusa, ha anch'essa contribuito ad alimentare la crescita dei corsi di borsa. Per l'indice S&P 500, due terzi delle imprese hanno presentato risultati superiori alle attese degli analisti. Tuttavia, un'analisi più approfondita mostra che questi risultati sono stati ottenuti grazie a riduzioni molto importanti dei costi, che hanno permesso di sostenere i margini. Inoltre, i risultati piuttosto positivi delle banche sul trimestre si spiegano in larga parte con elementi non ricorrenti, legati a condizioni di mercato eccezionali: rimbalzi delle borse e del numero di emissioni obbligazionarie in un contesto di minore concorrenza che producono possibilità di arbitraggio e di margini importanti.

Se le sorprese sono state positive sui risultati, le vendite hanno continuato ad essere molto deludenti e testimoniano una domanda ancora molto debole e un "pricing power" limitato.

La dinamica di revisione degli utili attesi ha continuato a migliorare dopo il minimo osservato alla fine del 2008 e all'inizio di quest'anno: larga parte delle correzioni al ribasso è quindi quasi sicuramente alle spalle. Tuttavia, le revisioni restano ancora leggermente orientate al ribasso, e noi continuiamo a pensare che pressioni molto forti pesano ancora sui risultati futuri.

La prosecuzione del processo di disindebitamento delle famiglie e delle imprese, margini ancora sotto pressione e un rischio ancora elevato di svalutazioni di attivi peseranno ancora a lungo sulla redditività.



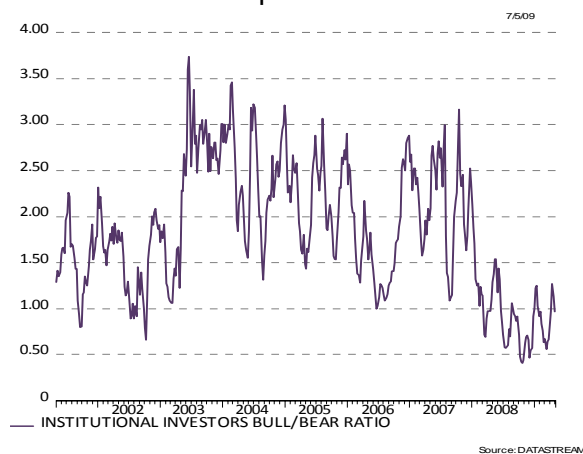
# MERCATI AZIONARI

Infine, i rischi di diluizione, anche se in parte integrati nei corsi, continueranno ad incidere sui finanziari, ma anche sulle altre componenti del mercato, poiché il disindebitamento accresce il fabbisogno di fondi propri, e il rimbalzo dei mercati potrebbe indurre molte imprese a procedere ad aumenti di capitale.

**Migliora la fiducia ... ma non abbastanza da rappresentare in sé un rischio per il mercato**

Nonostante il forte rimbalzo dei mercati dai minimi di inizio marzo, gli indicatori di fiducia sono ancora molto lontani dai livelli di ottimismo estremo, che corrisponderebbero a una situazione di compiacimento e di euforia generalizzata, costituendo un rischio. Se la fiducia dei piccoli investitori nei confronti delle azioni è nettamente migliorata, lo stesso non può dirsi per gli investitori professionali e gli istituzionali che restano nell'insieme circospetti e convinti che il rimbalzo attuale sia un «bear market rally».

**Ratio BULL/BEAR : investitori istituzionali ancora molto prudenti**



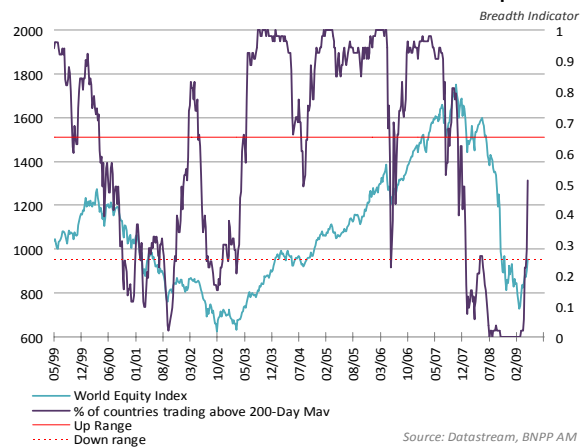
Inoltre, anche se il calo progressivo dell'indice VIX costituisce un elemento molto favorevole, questo resta ancora storicamente elevato, il che testimonia un'avversione al rischio ancora alta.

**Fattori tecnici in miglioramento, ma si profilano livelli di resistenza molto forti**

Gli indicatori di tendenza di lungo termine continuano a dare un messaggio di prudenza, secondo il Coppock, più neutrale se si considerano le medie mobili a 200 giorni dei maggiori mercati. Al contrario, se si considera il «breadth» dei mercati mondiali (non ponderati per le rispettive capitalizzazioni di borsa), la percentuale di indici di borsa

che si attesta al di sopra delle loro medie mobili a 200 giorni dà ora un messaggio di acquisto per il mercato azionario.

**Modello di "breadth" dei mercati mondiali: acquistare**



Da un'analisi tecnica e considerando l'S&P 500 come *proxy* dei mercati azionari, osserviamo tuttavia che questo mercato si situa attorno ad importanti soglie di resistenza: il primo livello è quello della sua media mobile a 200 giorni, attorno a 950 punti. Segue poi il livello psicologico dei 1000 punti, che corrisponde anche ad un rimbalzo del 50% rispetto ai minimi toccati nella seduta del 6 marzo. Se utilizziamo il corso di chiusura proprio di questa seduta per il calcolo, otteniamo un livello di 1015, che corrisponde anche ad un'importante resistenza sulla base dei *ritracciamenti* di Fibonacci.

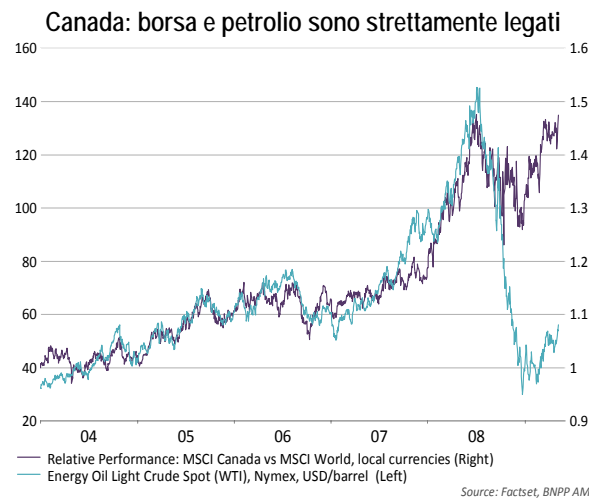
**Conclusioni**

Se il miglioramento del quadro macroeconomico giustifica un *repricing* del rischio, il potenziale di delusione sui futuri dati economici e finanziari aumenta nuovamente, ora che «l'asta è stata collocata più in alto» in termini di attese. Tuttavia, la fiducia degli investitori resta negativa e i livelli di liquidità rimangono molto importanti, mentre numerosi investitori sono frustrati per essersi lasciati sfuggire il rally, il che crea un potenziale di rialzo supplementare ma limitato dai forti livelli di resistenza descritti sopra. Inoltre, il potenziale di aumento dei multipli è limitato al rialzo e permangono forti pressioni sui futuri utili per azione. In questo contesto, ci sembra ancora prematuro tornare aggressivamente sui mercati azionari e per il momento un'esposizione neutrale ci appare più adatta.

# MERCATI AZIONARI

## Privilegiati ancora i mercati canadese e australiano a scapito dell'Europa continentale

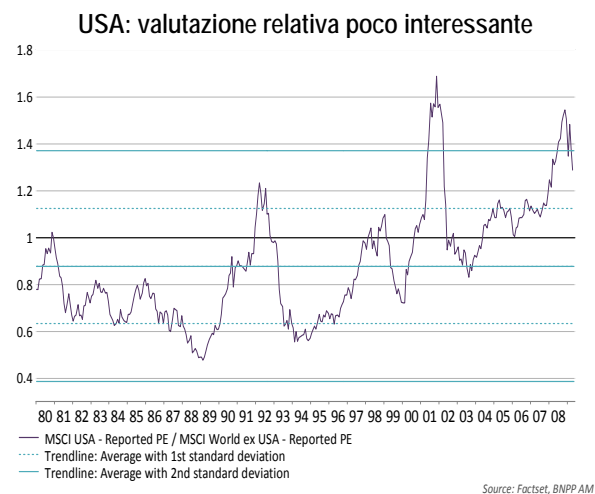
In termini di arbitraggio relativo nell'ambito dei mercati industrializzati, continuiamo a privilegiare il **Canada** e, in misura minore, **Australia**. Questi due mercati dovrebbero, infatti, beneficiare della ripresa delle economie asiatiche (soprattutto della Cina), dei segnali incoraggianti di stabilizzazione del ciclo negli Stati Uniti (primo partner commerciale del Canada), e della ripresa dei prezzi delle materie prime, tenuto conto del peso importante dei settori dell'energia e dei materiali di base (poco oltre il 45% dell'indice MSCI Canada e 32% dell'MSCI Australia). Inoltre, il settore finanziario canadese è relativamente solido nel contesto attuale e il mercato azionario è favorito da una politica monetaria espansiva, che avvantaggia i titoli finanziari che rappresentano poco più del 30% della capitalizzazione totale dell'indice MSCI. Infine, la valutazione e la dinamica di prezzo relativo suggeriscono una prosecuzione della sovraperformance del mercato canadese.



L'**Australia** beneficia anche di un sistema bancario meno esposto alle conseguenze dirette della crisi dei «subprime» rispetto agli altri paesi del nostro universo di investimento. Inoltre, la RBA dispone ancora di un ulteriore margine di manovra dal momento che il suo principale tasso d'intervento è fermo al 3% dall'inizio di aprile, il che costituisce un vantaggio rispetto alle altre banche centrali che hanno già tassi a zero o quasi, sapendo inoltre che il settore finanziario rappresenta poco oltre il 40% dell'indice MSCI. Visto che la maggioranza dei crediti ipotecari è a tasso variabile, il calo dei tassi ha un forte impatto sul mercato immobiliare e sul potere d'acquisto delle famiglie. Tuttavia, i recenti commenti leggermente più positivi della Banca Centrale sembrano suggerire che essa potrebbe prendersi una pausa nei prossimi mesi, per vedere se il miglioramento del clima degli affari trova conferma sotto la

spinta delle politiche monetaria e fiscale (3,5% del PIL nel 2009-2010 e 2,4% del PIL nel 2010-2011). Inoltre, rispetto agli altri mercati industrializzati, la valutazione dell'Australia non è interessante e la dinamica di prezzo relativo non costituisce più un fattore di sostegno nel breve termine. Per queste ragioni riduciamo la nostra sovraesposizione.

Restiamo da neutrali a leggermente positivi sul **mercato americano** soprattutto alla luce delle politiche monetaria e fiscale senza precedenti e senza confronti con gli altri paesi industrializzati. Tuttavia, nonostante l'impegno costante delle autorità americane per fare il necessario per uscire dalla crisi finanziaria e dalla recessione, la redditività delle imprese va peggiorando, il processo di disindebitamento del settore privato proseguirà nei prossimi mesi e, più nel breve termine, la crescita dei profitti dovrebbe restare mal orientata. La flessibilità del mercato del lavoro permette alle imprese di ridurre i costi più rapidamente rispetto ad altri paesi, soprattutto rispetto alla zona Euro, ma la crescita dei fatturati è penalizzata dalla debolezza della domanda interna (forte aumento della disoccupazione, aumento del risparmio). La stagione di pubblicazione dei risultati del primo trimestre ha peraltro mostrato che una grande maggioranza delle società (oltre il 60%) ha pubblicato fatturati inferiori alle attese, mentre i risultati hanno nel complesso sorpreso favorevolmente, grazie in parte a questo rapido adeguamento dei costi, una tendenza che sarà difficile confermare. Inoltre, la valutazione relativa elevata e la dinamica di prezzo relativo leggermente negativa giocano a favore di una posizione neutrale.



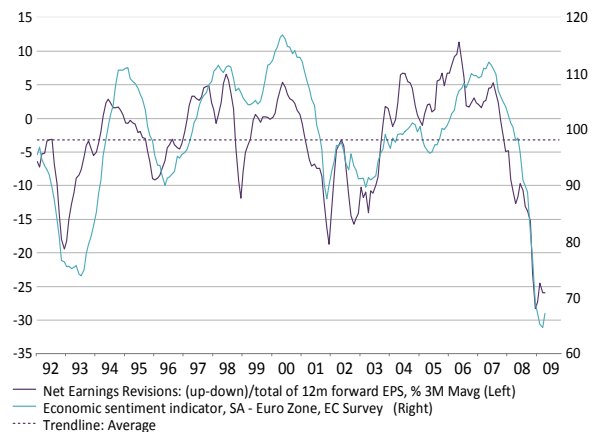
# MERCATI AZIONARI

L'economia giapponese attraversa una recessione molto più severa di quella degli altri paesi industrializzati, ma i margini di manovra della BoJ sono limitati e l'adozione di un piano di rilancio fiscale è più tardiva, essendo appena stato votato. Nonostante questa situazione interna molto negativa, manteniamo una posizione da neutrale a leggermente positiva sul **mercato giapponese**. In effetti, la borsa è molto esposta ai titoli ciclici e orientati all'esportazione, il che dovrebbe permetterle di beneficiare della ripresa delle economie asiatiche (oggi primo partner commerciale superando gli Stati Uniti), dei segnali incoraggianti sul superamento del minimo ciclico negli USA, dell'indebolimento dello yen e di una valutazione relativa interessante.

La buona sovraperformance degli ultimi trimestri del **mercato britannico** sembra conclusa, ora che i segnali di timida ripresa economica penalizzano questo mercato settorialmente difensivo e che si attenua l'impatto positivo delle massicce riduzioni dei tassi d'intervento, ai quali questo mercato è storicamente sensibile. La dinamica di prezzo relativo si è peraltro invertita ed è ora negativa. Tuttavia, le misure di allentamento quantitativo della BoE, i livelli di valutazione relativa ragionevoli e la forte esposizione alle materie prime giocano a favore di una esposizione quantomeno neutrale su questo mercato.

Nonostante una valutazione molto attraente rispetto agli altri paesi industrializzati, ribadiamo la nostra prudenza sul mercato **azionario della zona Euro**. Di fronte all'ampiezza della crisi finanziaria ed economica, le reazioni fiscali e monetarie sono nettamente inferiori a quelle di altri paesi, e degli Stati Uniti in particolare. All'inizio di maggio la BCE ha nuovamente ridotto di 25 pb il suo tasso d'intervento, portandolo all'1% e adottato nuove misure non convenzionali, ma essa sembra molto più esitante e di fatto meno rapida rispetto ai suoi omologhi (Fed e BoE in particolare). Inoltre, il mercato del lavoro è, comparativamente, più rigido e lento ad adeguarsi, soprattutto sul fronte dei salari, mentre si moltiplicano i licenziamenti, il che penalizza sia i risultati delle imprese sia il potere di acquisto delle famiglie. I fatturati e i margini sono quindi sotto pressione e il rafforzamento dell'euro che prevediamo per i prossimi mesi penalizzerà gli utili realizzati all'estero.

EMU: revisioni degli utili in ristagno



Source: Factset, BNPP AM

Analogamente, il **mercato svizzero** continua ad offrire poche attrattive in termini relativi, tenuto conto della forza del CHF (che penalizza titoli fortemente dipendenti dalle esportazioni), di rapporti di valutazione elevati in termini relativi rispetto alla media storica e di un elevato rischio specifico, poiché l'indice di borsa è fortemente concentrato (cinque titoli rappresentano oltre il 70% della capitalizzazione totale dell'SMI).

# MERCATI AZIONARI

## MERCATI EMERGENTI

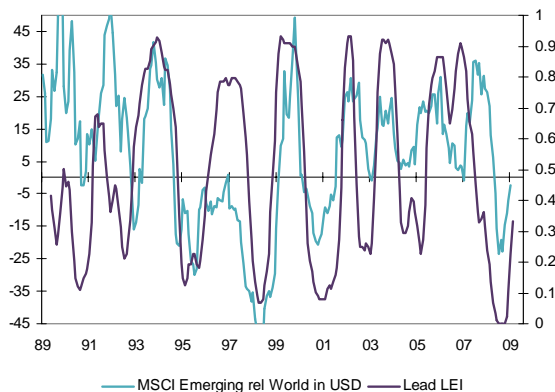
Restiamo ancora positivi, ma riduciamo alcune posizioni dopo il rally

Dopo aver dato un segnale di inversione di tendenza lo scorso dicembre, il nostro modello di indici di diffusione degli indicatori prospettici dell'OCSE continua a rafforzarsi, suggerendo una prosecuzione della sovraperformance dei mercati emergenti rispetto ai mercati industrializzati nei prossimi mesi. Nel caso dell'indice Asia (Giappone escluso), la correlazione con gli indicatori prospettici dell'OCSE è persino superiore al 95% negli ultimi tempi, suggerendo la forte dipendenza della regione dal commercio internazionale.

I mercati emergenti hanno beneficiato appieno dell'aumento della propensione al rischio dalla fine di febbraio, caratterizzato da una forte compressione dei TED spread (da 103 a 70 pb) e da un calo dell'indice VIX (dal 50% al 32%). Gli afflussi di fondi sono stati massicci e hanno sostenuto i mercati più depressi, quali la Russia. I mercati emergenti iniziano a mostrare una certa euforia dopo il rimbalzo del 53% dalla fine di febbraio, una situazione che rischia di provocare un consolidamento. Tuttavia, i nostri indicatori tecnici e di fiducia restano ancora positivi nel medio termine. Inoltre, le revisioni degli utili sono ritornate positive e molti fondi sono ancora sottoesposti. È per queste ragioni che manteniamo una lieve sovrapponderazione sugli emergenti.

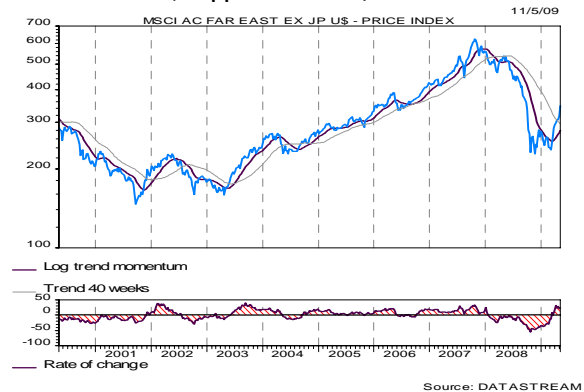
Ricordiamo che i problemi economici e finanziari dei paesi industrializzati sono soprattutto di natura strutturale (rafforzamento dei bilanci, disindebitamento, ecc.) la cui risoluzione richiede molto tempo, mentre i problemi che le economie emergenti devono affrontare sono principalmente cicliche. Inoltre, un miglioramento dei fondamentali dovrebbe giustificare un calo del premio al rischio.

**Azioni emergenti e «indicatore prospettico degli indicatori prospettici» danno segnali di stabilizzazione**



Dopo il forte rimbalzo rispetto ai minimi di ottobre, l'Asia (Giappone escluso) è diventata molto meno attraente, anche se i principali rapporti di valutazione restano inferiori alla loro media storica.

**Azioni Asia (Giappone escluso): tendenza rialzista**

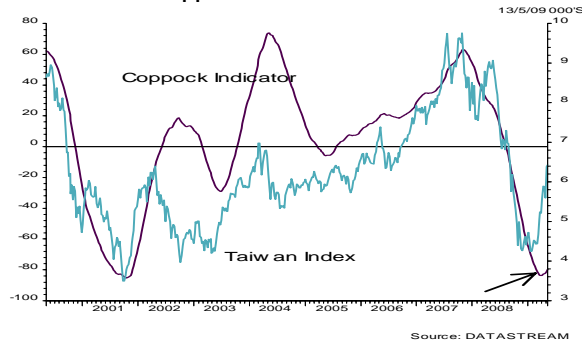


In Cina, l'andamento dell'economia e la fiducia (di imprese e consumatori) sono orientati positivamente, il che dovrebbe sostenere le borse. Anche i nostri indicatori tecnici militano a favore di un proseguimento della tendenza rialzista. Le revisioni degli utili su un anno sono diventate leggermente positive e il miglioramento dovrebbe proseguire. L'accelerazione rialzista del ciclo, che costituisce un eccellente indicatore prospettico per gli utili delle imprese manifatturiere, giunge alle stesse conclusioni. Infine, il differenziale tra i prezzi di vendita e i costi di produzione continua ad aumentare, il che indica un'espansione dei margini. Tuttavia, una fase di consolidamento è probabile, tenuto conto del forte rimbalzo registrato dagli indici cinesi dai minimi di ottobre (+95%), e dell'attuale euforia sulle azioni cinesi.

Siamo diventati ancora più ottimisti sulle azioni di Taiwan dopo lo storico accordo con la Cina continentale che ridurrà drasticamente il premio al rischio politico sul mercato. L'accordo autorizza le imprese cinesi ad acquistare attivi di Taiwan (azioni comprese), la creazione di una area economica speciale e l'incoraggiamento del turismo cinese sull'isola, il che dovrebbe migliorare in prospettiva le vendite al dettaglio e la fiducia. Riteniamo che il potenziale per le azioni di Taiwan rimanga elevato, nonostante il recente rimbalzo. La politica monetaria inizia ad avere i primi effetti ed i prestiti bancari sono nuovamente ben orientati. Il ciclo dei semiconduttori si è invertito e le prospettive per i computer sono diventate positive.

# MERCATI AZIONARI

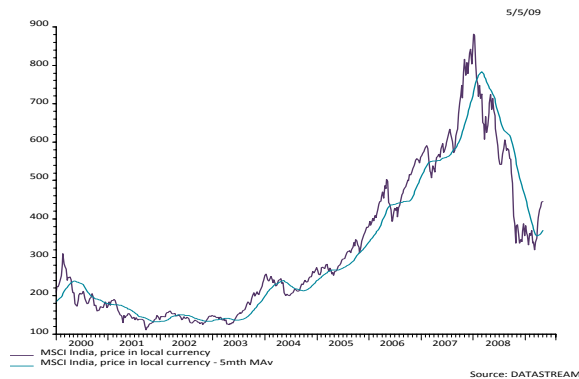
## Taiwan: addio premio al rischio: la Cina è diventata un'opportunità d'investimento



Il carattere ciclico delle borse di Taiwan e della **Corea** dovrebbe beneficiare delle attività puntuali di ricostituzione delle scorte e dei segnali di stabilizzazione degli indicatori prospettici. Aumentiamo a neutrale la nostra esposizione sul mercato coreano alla luce della valutazione, degli utili rivisti al rialzo sulla scia delle migliori prospettive economiche e del miglioramento della fiducia delle imprese.

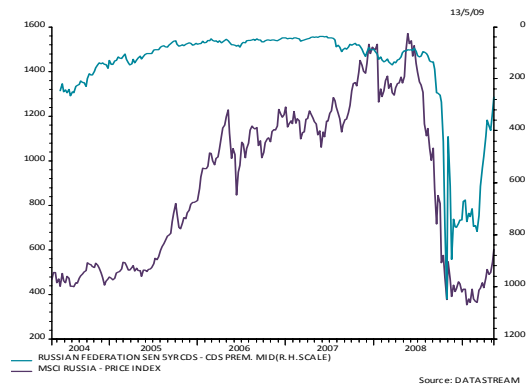
Il ciclo economico **indiano**, relativamente resistente agli shock esterni grazie alla forte componente interna, sembra essere prossimo al punto di minimo e dovrebbe ripartire al rialzo nel secondo semestre. Il ritorno a livello mondiale della propensione al rischio ha permesso di assicurare una migliore liquidità sul mercato indiano. Quindi, la rupia si è rafforzata e il rifinanziamento delle imprese è divenuto più facile. I livelli di valutazione sono un po' meno attraenti rispetto al mese scorso, ma le stime sulla crescita degli utili restano relativamente elevate. La borsa indiana ha realizzato una performance superiore all'universo degli emergenti, una tendenza che dovrebbe proseguire. Restiamo quindi sovraperponderati sull'India.

## India: il mercato è ben orientato.



La contrazione dell'economia **russe** è iniziata nel terzo trimestre 2008. Sommata alla contrazione, la sfiducia legata alle tensioni geopolitiche, il calo dei prezzi delle materie prime e la crisi finanziaria hanno costituito il cocktail esplosivo che ha fatto crollare il mercato azionario di quasi l'80% tra fine maggio e il mese di gennaio. Poi, la stabilizzazione del rublo e del prezzo del petrolio, nonché un miglioramento delle prospettive economiche hanno stimolato la propensione al rischio degli investitori, attirando un afflusso significativo di capitali che ha provocato un forte rimbalzo della borsa. Tuttavia, le azioni russe passano di mano a livelli di valutazione ancora estremamente bassi in termini storici. Infatti, il mercato tratta a meno di una volta il suo valore contabile e a meno di 4,4 volte gli utili, il che rappresenta un premio del 63% rispetto alla sua media su cinque anni. Inoltre, la banca centrale ha avviato una politica monetaria espansiva che dovrebbe sostenere i mercati. Consigliamo una posizione neutrale/positiva su questo mercato.

## Russia: la diminuzione dei rischi permette al mercato di rimbalzare





# MERCATI AZIONARI

Restiamo positivi sul **Brasile**. Infatti, la ripresa della crescita dovrebbe essere trainata dall'economia interna che beneficia di tassi d'interesse bassi e di stimoli fiscali. Il settore delle materie prime, che rappresentano oltre il 57% dell'indice MSCI Brasile, è sostenuto dalla diminuzione dell'avversione al rischio a livello globale e dalla stabilizzazione di alcuni indici PMI. La borsa brasiliana ha già recuperato oltre il 65% dai minimi di fine ottobre. Gli ultimi dati riguardanti i flussi di capitali mostrano che il recente rimbalzo dell'indice Bovespa è stato trainato dagli investitori esteri. Infatti, questi ultimi nel mese di aprile hanno acquistato azioni brasiliane per 1,7 miliardi di dollari, pari a tre volte il livello del mese di marzo e ai massimi da un anno. Inoltre, i multipli di valutazione sono diventati meno attraenti a causa del forte incremento delle borse e della relativa stabilità delle revisioni sulla crescita degli utili.

Restiamo molto prudenti sul mercato **messicano**, a causa della sua fortissima esposizione ai consumi interni, che subiscono ancora le conseguenze del rallentamento americano e dell'impatto dell'influenza A. I timori per l'epidemia dovrebbero penalizzare fortemente il settore del turismo, che rappresenta la terza fonte di reddito del paese. Di conseguenza, le stime di crescita degli utili sono nettamente crollate.





# AVVERTENZA

Il presente documento è redatto da BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) \*, un membro 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](http://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.

