

Comitato del 29 luglio 2009

La recessione si attenua

Potrebbe gradualmente aprirsi uno scenario economico più favorevole nel breve termine, come segnala la revisione al rialzo delle prospettive di crescita per il 2010. Il fenomeno è osservabile soprattutto per l'economia americana, dove le agenzie private di previsione e la Fed concordano nel prevedere un miglioramento dell'attività nel secondo semestre 2009. **Iniziano, infatti, ad emergere alcuni elementi di stabilizzazione dell'attività industriale e, in minor misura, del mercato immobiliare.** La ripresa delle economie emergenti ha sorpreso in termini di dinamismo, soprattutto in Asia, incoraggiando gli osservatori a rivedere al rialzo le prospettive per i prossimi trimestri. Le politiche monetarie e fiscali hanno rappresentato un fattore di sostegno molto importante nella ripresa asiatica e i loro effetti dovrebbero protrarsi nei prossimi mesi.

Risultati trimestrali accolti favorevolmente

I risultati delle imprese americane nel secondo trimestre si rivelano nel complesso migliori delle attese. Pur essendo dovuti essenzialmente agli sforzi in materia di riduzione dei costi piuttosto che ad un aumento dei fatturati e sebbene i commenti degli imprenditori restino piuttosto prudenti, **questi dati determinano una revisione al rialzo delle prospettive degli utili.** La pubblicazione dei risultati è stata ben accolta dagli investitori, come indica il rialzo dell'8% dell'indice MSCI AC World dal 3 luglio, data del nostro precedente comitato.

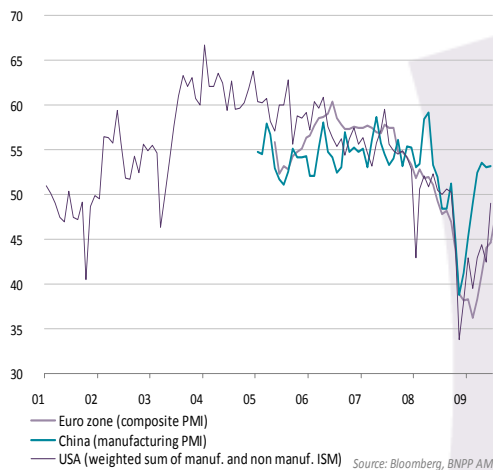
Maggiore visibilità sulle azioni nel breve termine

Gli elementi sia macro sia microeconomici sembrano quindi delineare uno scenario leggermente più favorevole alle azioni e al credito *Investment Grade*. Per quanto riguarda i timori sulle conseguenze del ritorno a politiche monetarie più «normali», l'atteggiamento delle Banche Centrali inizia a delinearci, e Ben Bernanke sembra essere riuscito a convincere della capacità della Fed di gestire con successo una strategia di uscita senza troppi ostacoli. La «gestione» da parte delle autorità monetarie dell'uscita dalle politiche straordinariamente espansive sembrava un rischio potenziale significativo e mal identificato (timori inflazionistici o, al contrario, frenata troppo brusca).

L'orizzonte, a due o tre mesi, sembra quindi leggermente più limpido per gli attivi rischiosi anche se alcuni mercati sembrano essere in eccesso di comprato e l'entusiasmo degli investitori di fronte alle «buone notizie» potrebbe smorzarsi in caso di delusioni rispetto alle attese sempre più positive su un'economia che, per il momento, è ancora in fase di contrazione, come mostra il PIL americano in calo del 3,9% su base annua nel secondo trimestre.

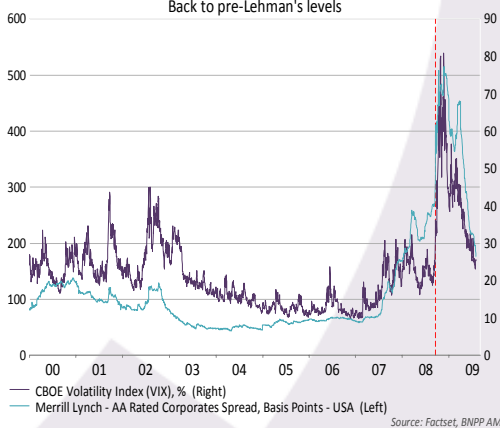
Manteniamo il nostro orientamento leggermente positivo sui mercati azionari. Nel più lungo termine, alcuni timori sono destinati a tornare alla ribalta: il ritmo di crescita dell'economia mondiale nei prossimi anni rischia di essere limitato dal processo di disindebitamento e dalle politiche fiscali e monetarie meno espansive il prossimo anno. Riteniamo che questa preoccupazione sarà presa in conto solo più avanti, forse in autunno o addirittura alla fine dell'anno, quando saranno decise le strategie per il 2010.

Si confermano i segnali di ripresa



Netto calo dell'avversione al rischio

Back to pre-Lehman's levels



Redatto il 31 luglio 2009

Questo numero della Strategia d'Investimento esce in versione ridotta. La pubblicazione di settembre sarà nuovamente nel formato abituale.

ASSET ALLOCATION

Il calo dell'avversione al rischio rispecchia il miglioramento dei fondamentali

Le «strategie di uscita» sotto la lente d'ingrandimento

In occasione della sua audizione semestrale davanti alla commissione finanze della Camera lo scorso 21 luglio, Ben Bernanke ha evocato le strategie di uscita dalla politica monetaria, pur precisando che è «ancora troppo presto per restringer[la]». Il Presidente della Fed ha assicurato di disporre di tutti gli strumenti necessari e li ha passati in rassegna. Ha in particolare posto l'accento sulla necessità di controllare le riserve delle banche commerciali (passate da una decina di miliardi nell'estate 2007 a quasi 800 degli ultimi tempi) affinché non alimentino una bolla del credito una volta ritornata la crescita. È stato evocato l'incremento del tasso di remunerazione di queste riserve, e altre opzioni sono prevedibili per regolare le riserve e ridurre «gradualmente al momento opportuno» altre voci del bilancio. Passando in rassegna le diverse alternative che possono essere adottate per restringere la politica monetaria, anche in presenza di un bilancio di notevoli dimensioni, sembra essere riuscito a convincere gli osservatori che la Fed è in grado di controllare le conseguenze delle misure finora adottate.

Come la Fed, la BCE sembra determinata a fare comprendere che a tempo debito saprà utilizzare gli strumenti necessari. In occasione della sua conferenza stampa di inizio luglio, Jean-Claude Trichet ha precisato che «quando migliorerà lo scenario macroeconomico, il Consiglio direttivo farà in modo di invertire rapidamente le misure adottate, e di assorbire la liquidità fornita» senza fornire ulteriori dettagli. **È evidente che su questo argomento la comunicazione sta assumendo un ruolo sempre più importante.** Il vice presidente della BCE l'ha evocato a fine mese, sottolineando che i timori inflazionistici legati ad una politica economica molto espansiva erano infondati, dato che la BCE non tollererà una tale deriva. Gli investitori sembrano aver ripreso fiducia nelle autorità monetarie, ma è ancora presto per dire se si tratti di un fenomeno duraturo. Le reazioni alle prossime decisioni e commenti della Banca d'Inghilterra, che dovrebbe essere tra le prime ad abbandonare la politica non convenzionale, apporteranno alcune indicazioni cruciali in questo senso.

Azioni: posizione neutrale con un orientamento sempre più positivo. Preferiti i mercati emergenti

La stagione di pubblicazione dei risultati del secondo trimestre, giunta ora al culmine, rappresenta per il momento un fattore di sostegno molto importante per le azioni. **A metà percorso, i risultati sono in larghissima maggioranza superiori alle attese degli analisti grazie soprattutto alla prosecuzione di un importante taglio dei**

costi. Di contro, i dati sulle vendite restano inferiori alle aspettative, ma le delusioni sono sensibilmente inferiori a quelle del primo trimestre. **Nel settore finanziario**, le buone sorprese derivano soprattutto da elementi straordinari e dalle attività di mercato, ma i timori sull'andamento del costo del rischio continuano a pesare, come testimoniano i commenti di numerose banche. Le prospettive degli utili dovrebbero logicamente continuare ad essere riviste al rialzo, in linea con il miglioramento dell'economia mondiale. In questo scenario e nonostante il loro lieve peggioramento, **i livelli di valutazione non rappresentano ancora un pericolo** e restano da neutrali a leggermente positivi, soprattutto grazie ad un aumento delle attese di crescita degli utili.

La riaccelerazione dei mercati nelle ultime settimane ha spinto numerosi indici di borsa in zona di eccesso di comprato, suggerendo un rischio di consolidamento a breve termine. Tuttavia, la prosecuzione di questo rimbalzo ha inoltre permesso di confermare **il nuovo orientamento al rialzo di numerosi indicatori di tendenza a lungo termine**, come indica l'orientamento nuovamente rialzista della media mobile a 200 giorni dell'S&P500, per la prima volta dalla fine del 2007. Inoltre, l'indice di riferimento americano si trova al momento ad un livello molto prossimo a importanti soglie tecniche e psicologiche, il cui superamento rappresenterebbe un ulteriore importante segnale positivo. La diffidenza degli investitori istituzionali e privati (ancora poco esposti sugli attivi rischiosi, e sulle azioni in particolare) va gradualmente diminuendo sulla scia di questo rimbalzo delle borse e del miglioramento dei dati economici; il che per il momento alimenta il *rally*. Nei prossimi mesi occorrerà seguire l'andamento dei diversi indicatori di fiducia che, se esprimeranno un ottimismo elevato per i mercati azionari, presenteranno nuovamente un rischio, soprattutto in caso di delusioni sulla ripresa economica mondiale.

In questo contesto, continuiamo a cavalcare l'onda di un andamento ancora rialzista, mantenendo la nostra esposizione da neutrale a leggermente positiva, pur restando molto prudenti sul rischio di flessione dell'economia nel corso dei prossimi trimestri e delle conseguenti delusioni ad essa associate.



ASSET ALLOCATION

Una bolla emergente? I nostri indicatori tecnici ed economici militano a favore di **una prosecuzione della tendenza rialzista delle borse emergenti**, dopo il breve periodo di consolidamento a giugno. La valutazione è tornata al livello del suo trend storico, ma i fondamentali solidi, l'ottimo flusso di dati economici e delle revisioni di utili giustificano una prosecuzione del rialzo dei mercati e un'espansione dei multipli, se non un premio rispetto ai mercati industrializzati. La liquidità (tassi reali moderati, risparmi elevati e flussi di fondi) continua a sostenere gli indici, anche se molte buone notizie sono già integrate nei prezzi e se la «popolarità» dei mercati emergenti è divenuta molto consensuale. **Per alcuni indici iniziano ad emergere segnali aneddotici di inizio di bolla** (incredibile successo delle introduzioni in borsa in Cina, forte partecipazione dei piccoli investitori, record dei volumi trattati, ecc.), ma i mercati possono restare irrazionali e speculativi più a lungo di quanto i nostri nervi siano in grado di sopportare. **Consigliamo quindi di mantenere una sovrapponderazione sui mercati emergenti, con un'allocazione reattiva alla luce della volatilità nettamente superiore.**

Obbligazioni: neutrali sui titoli di Stato, positivi sul credito di buona qualità, prudenza sul High Yield

I mercati dei titoli di Stato continueranno a rivolgere la loro attenzione in modo crescente verso la forma e la velocità della ripresa economica, le «strategie di uscita» delle Banche Centrali ed i rischi associati a questi eventi. Se da un lato la crescita debole ancora per alcuni trimestri e un utilizzo delle capacità ancora ridotto frenano una brusca ripresa dei tassi, i mercati diventeranno entro i prossimi mesi sempre più attenti e nervosi sul *timing* delle prime misure di politica monetaria finalizzate a uscire, quando le autorità lo riterranno opportuno, dall'allentamento monetario. Da un punto di vista tecnico, la probabile fine degli acquisti di titoli del Tesoro negli Stati Uniti e in Gran Bretagna vedrà scomparire importanti attori sul fronte della domanda, il che accrescerà ulteriormente le incertezze. **Ci accingiamo a navigare in questa configurazione di mercato con una posizione neutrale**, che riflette le forze contrarie sovra menzionate. Nel più lungo termine, l'orientamento dovrebbe diventare negativo.

Il credito, invece, continua a beneficiare del calo dell'avversione al rischio degli investitori. Tuttavia, anche se prosegue la dinamica positiva, la velocità e gli ulteriori margini di miglioramento del mercato del credito si riducono progressivamente. Esse ci sembrano ancora superiori nell'universo Investment Grade, sul quale restiamo sovrapponderati, piuttosto che per i titoli High Yield, per i quali ribadiamo il nostro messaggio di prudenza.

Materie Prime: posizionamento prudente in attesa di valutazioni più attraenti

I mercati delle materie prime hanno largamente beneficiato dell'euforia che ha contagiato i mercati azionari, ma restano comunque degli attivi fisici. Quindi, mentre i corsi del **petrolio** sono trainati al rialzo dal generale ritorno dell'ottimismo, le statistiche sull'andamento delle scorte di prodotti petroliferi negli USA rappresentano ancora una importante forza di richiamo, poiché illustrano il fatto che il miglioramento dei fondamentali dovrebbe avvenire in maniera solo molto progressiva. **Quindi, per l'energia come per i metalli di base, i livelli attuali dei corsi invitano alla prudenza, in attesa di un miglior punto d'ingresso. L'oro** resta un attivo da privilegiare, ma il potenziale di rialzo resterà probabilmente limitato finché la domanda di gioielli non mostrerà segnali di ripresa. I **cereali** hanno fortemente risentito del recente miglioramento delle condizioni meteorologiche e dovrebbero beneficiare di un ritorno della propensione al rischio oltre che di fondamentali positivi nel lungo termine.

Valute: stabilizzazione della parità euro-dollaro nel breve termine

La volatilità sulle valute è diminuita durante il mese e l'indice VXY calcolato da JP Morgan è tornato ai livelli più bassi da settembre 2008, così come la volatilità implicita a un mese sulla parità EUR/USD, scesa all'11,5%. Tra gli elementi generalmente considerati per spiegare i movimenti giornalieri sul mercato dei cambi, il tema della propensione al rischio degli investitori sembra essere ancora preponderante in questa fase. In tal senso, il ritorno della propensione al rischio potrebbe ancora tradursi in una certa disaffezione per il dollaro e lo yen. Come abbiamo già sottolineato, le pressioni (positive e negative) sul dollaro e sull'euro continuano a giustificare la nostra ipotesi di **consolidamento dell'EUR/USD nei prossimi mesi.**



AVVERTENZA

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

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

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

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

