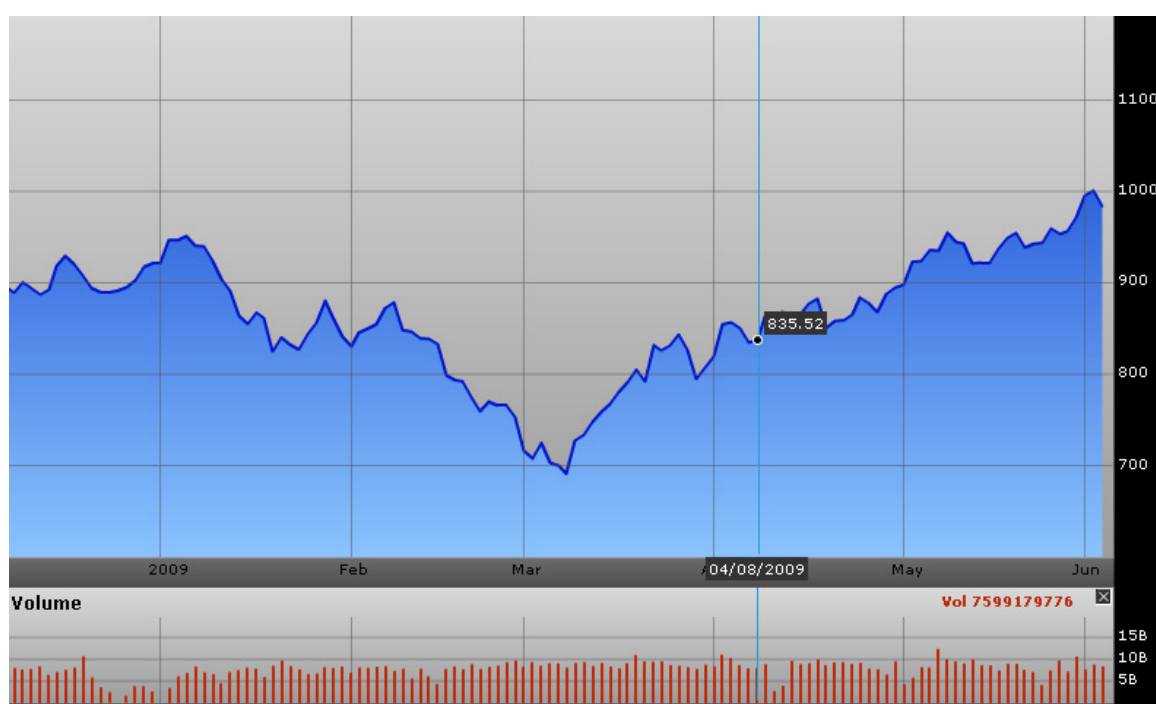


Milano, 1 giugno 2009

**PANORAMICA DELL'ULTIMA FASE DI MERCATO**

Il recupero visto a partire dai minimi di Marzo ha trovato la sua ragion d'essere nella rimozione della variabile "deflazione" dall'equazione che governa i mercati.



Altrettanto importante è stata la percezione di uno **spostamento del rischio dal privato al pubblico**. Grazie a questi elementi decisivi abbiamo assistito al ritorno dell'appetito per il rischio da parte degli investitori.

Nel momento in cui le valutazioni delle aziende erano tornate ai livelli della crisi di metà anni 70, è seguito un periodo di violento **re-pricing** sull'Equity, in particolare sui settori che nei mesi precedenti erano stati maggiormente colpiti dall'esodo di massa dei compratori.

Auto e finanza hanno guidato il rally, unitamente al settore delle materie prime, che funge da elemento di transizione dal ciclo economico ormai estinto alla nuova fase che ci apprestiamo a vivere, ancora piena di incognite e possibili pericoli.

## INDICATORI MACRO

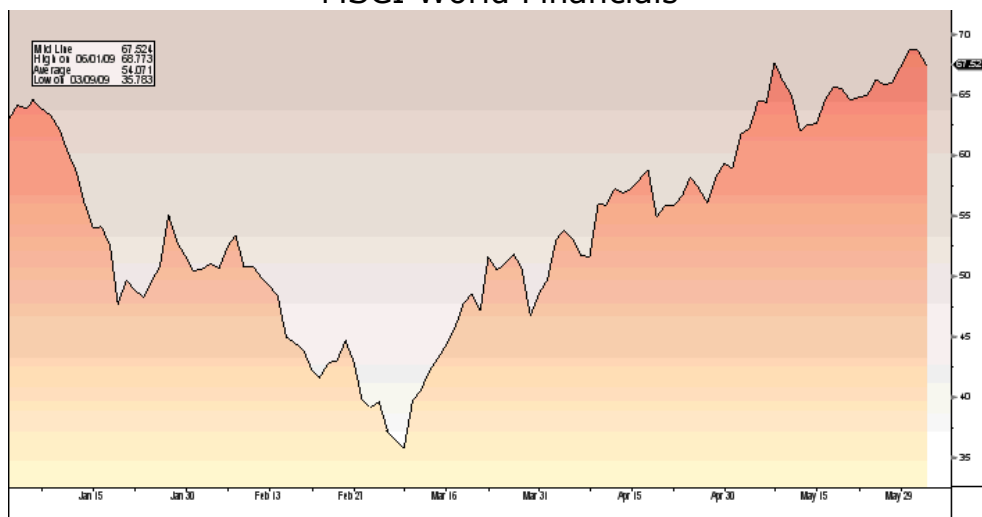
### *Prove di rialzo per le borse. Tendenza o fuoco di paglia?*

La partita ora si gioca sull'effettiva capacità da parte dell'economia mondiale di **restaurare aspettative di crescita** accettabili. Rimane scarsa la visibilità sugli utili futuri di svariati settori, tuttavia il fatto che ci sia attesa per un ritorno della crescita e non si parli più di deflazione è già di per sé un aspetto positivo ed è su questo assunto che si è fondato tutto il rialzo dell'ultimo trimestre.

Tra Febbraio e Marzo abbiamo visto soddisfatte le tre condizioni necessarie per poter tornare a sperare in una ripresa dei corsi:

1. la stabilizzazione del credito,
2. la formazione di un'area di assestamento dei financials,

MSCI World Financials



3. l'inversione dei principali indicatori macroeconomici.

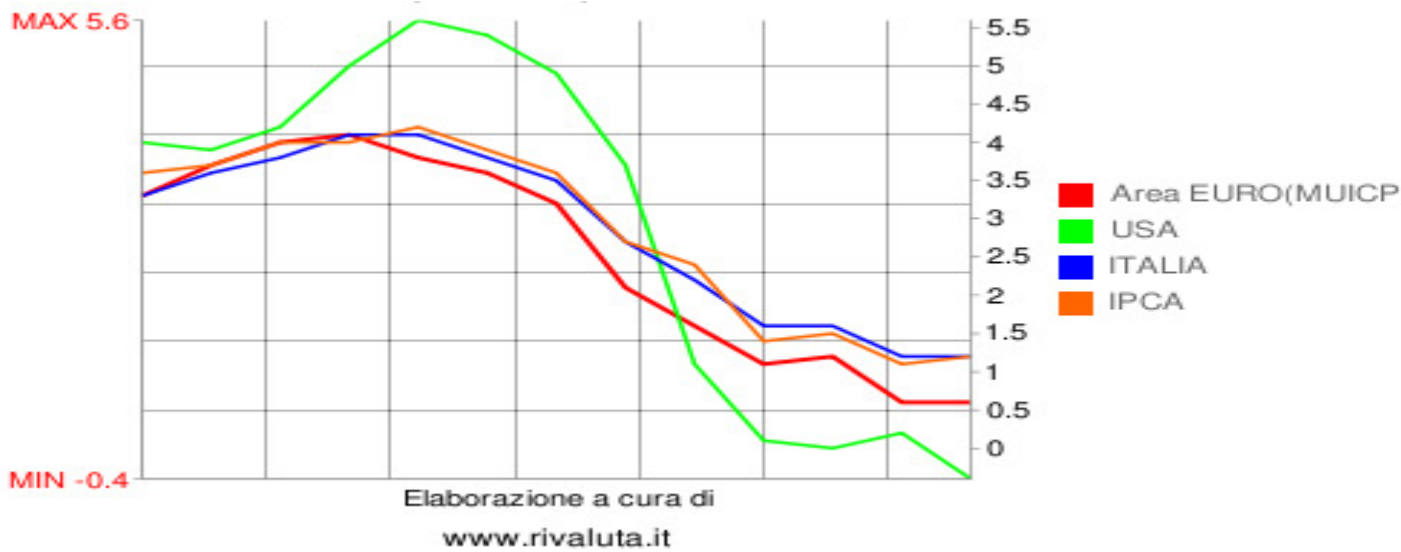
Consumer Price Index



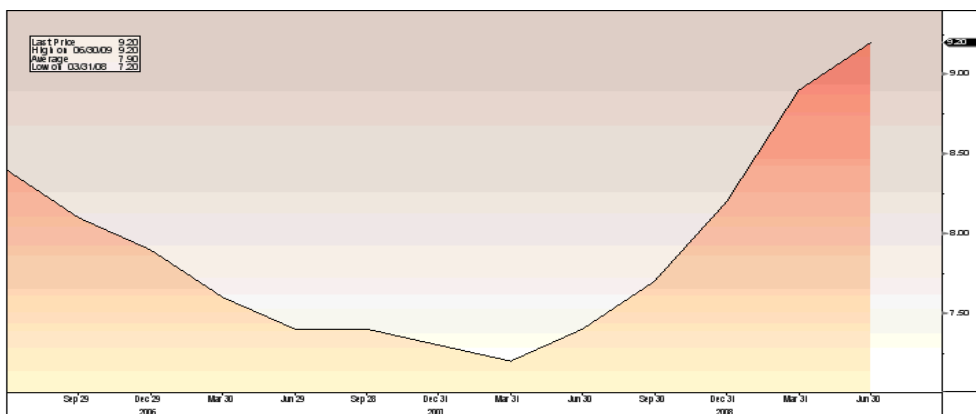
## Consumer Confidence Index



## Grafico degli andamenti dell'Inflazione in Area Euro, Stati Uniti e Italia



## Unemployment Rate



Tra Aprile e Maggio il collasso della produzione si è arrestato, segno che finalmente l'adattamento degli inventories è quasi giunto a completamento. Posto che il 2009 sarà l'anno della restaurazione di un **appetito per il rischio** nella norma, il 2010 dovrà vedere un ritorno su valori accettabili anche per quanto riguarda le **aspettative di crescita**.

Tutto quanto abbiamo vissuto da Marzo a oggi si poggia sull'intervento messo a punto dalle istituzioni mondiali per **restituire fiducia** agli investitori ed evitare la caduta in uno scenario di deflazione o addirittura depressione. I governi hanno agito con vari strumenti, anche non convenzionali: abbassamento dei **tassi** fino allo zero, **bailout**, **quantitative easing** e stimoli **fiscali** hanno restituito liquidità al sistema, ripristinando almeno in parte il meccanismo moribondo del credito, spostando il rischio dal privato al pubblico e ripristinando un più normale appetito per il rischio. Tutte queste misure sono dichiaratamente **insostenibili** nel lungo termine, è inevitabile che il deterioramento a cui sono stati sottoposti i bilanci pubblici andrà a generare problemi e insidie nei mesi a venire. L'auspicio iniziale secondo cui la crisi fosse un'occasione per strutturare un nuovo mondo finanziario, lontano dalle vecchie abitudini che hanno portato l'economia al collasso, è stato fin qui disatteso e il perseverare secondo i dettami della "vecchia scuola" non fa ben sperare sulle modalità con cui si tenterà di risolvere i problemi che necessariamente arriveranno. E' molto diffusa la paura che i provvedimenti presi e i comportamenti delle istituzioni si rivelino ritagliati su misura della "**vecchia**" **finanza** e delle sue esigenze. Se così fosse, tutti questi interventi risulteranno un boomerang per l'economia mondiale e il conto che verrà presentato sarà salatissimo.

Quando ci si trova di fronte ad un eccesso di spesa pubblica, si aprono due prospettive diametralmente opposte. La prima è deflattiva ed arriva nel caso in cui la spesa sia finanziata col debito, nel qual caso i tassi reali dei bond salgono, la valuta regge e l'economia ne risulta strozzata. Lo scenario opposto si presenta invece quando la spesa è finanziata da creazione di moneta da parte della banca centrale, in questo caso la valuta crolla e i tassi dei bond vanno alle stelle.

E' normale che si parli di pericolo inflattivo quando si è davanti ad un eccesso di spesa e il debito pubblico corre, in realtà secondo noi tra i due scenari proposti forse il più realistico sarà una cosiddetta "flat-flation", in quanto non siamo ancora in grado di capire se la spesa sta generando un eccesso di domanda aggregata: per ora nel settore privato l'output gap è tutt'altro che estinto e questo è un fattore deflattivo.

La spesa pubblica appare gigantesca, ma sta soltanto in parte compensando la perdita di potere di acquisto del settore privato, per cui c'è ancora carenza di domanda, il PIL è in sempre calante, i prezzi scendono e le aziende liquidano i propri stock.

Quindi, per il momento il sistema economico mondiale deve affrontare il primo pericolo, la deflazione. Per il seguito inflattivo da tutti atteso ci sarà tempo e

modo. Se anche in caso di ripresa perdurante e di acclarato assestamento si dovesse continuare nell'escalation di spesa pubblica, allora si verrà a creare senz'altro un eccesso di domanda e ci sarà forte inflazione. Ma nel frattempo agiranno le variabili principali, che andranno ad interagire col meccanismo inflattivo in modo del tutto imprevedibile, stiamo parlando della politica fiscale, della domanda del settore privato e dell'entità del ciclo dei risparmi. Per ora, abbiamo valori di M2 ancora sotto ai massimi di marzo e il bilancio della Fed ancora sotto al picco di fine 2008/inizio 2009. Questo potrebbe indicare al contrario che sia necessaria un'altra azione di quantitative easing, che permetta alle banche centrali di mettersi a vantaggio rispetto alla curva deflattiva, generando nuovamente la stabilità. Quando l'**Oro** avrà generato un **breakout** e quindi nuovi massimi in tutte le maggiori valute, avremo un segnale che il quantitative easing sia approdato su livelli di saturazione.

## **I MERCATI**

In questi mesi gli investitori, una volta ritrovato l'appetito per il rischio, hanno ricominciato a comprare in ambito **corporate**, sia su **Equity** per sfruttare la migliore **leva** (da parte di chi ha saputo anticipare il reversal), sia su **Credit** per sfruttare la migliore **seniority** delle obbligazioni, da parte di chi ha preferito essere ancora prudente.

Tutto si fonda sulle aspettative di un **regime più normale di crescita futura**, sull'eliminazione definitiva del rischio-deflattivo. Se l'economia mondiale terrà fede a questi due presupposti, nel 2010 potremo davvero vedere la luce ed il concetto di espansione tornerà ad avere un senso. Gli indicatori da guardare saranno in primo luogo i segnalatori di **inflazione a lungo termine**, la **volatilità** del mercato Equity e gli **spread** sul Corporate. Al momento questi tre indicatori sono tutti concordi e rispecchiano un outlook ottimista, ma dovranno risultare concordi anche nei mesi a venire, quando i mercati si troveranno ad affrontare prove delicate.

La comunità finanziaria si interroga su quali saranno le modalità di recupero delle condizioni macroeconomiche globali. Da un lato abbiamo assistito al ri-assestamento del credito, al bottoming dei finanziari e all'inversione dei principali indicatori economici.

Al momento però le condizioni del credito – per quanto migliorate – risultano restrittive, il mercato **immobiliare** è sempre in grave **imbalance** tra domanda e offerta e il **deleveraging dei consumatori** è soltanto in fase embrionale. I recenti sondaggi mostrano ancora un quadro statico per quanto concerne la concessione del credito nelle aree più credit-sensitive, vale a dire immobiliare, consumi e capital spending. Il fatto che il repulisti sui bilanci dei finanziari sia più lento di quanto preventivato impedirà al ciclo del credito di ripristinarsi in tempi brevi e nel frattempo, a causa anche di una maggiore spinta in termini di regulation, la situazione non potrà tornare alla normalità in tempi brevi. Il mercato immobiliare vede ancora in crescita le percentuali di immobili sfitti, mentre il trend degli affitti è in calo e pare che soltanto verso la fine del 2010 la situazione possa ristabilirsi.

Per quanto riguarda i consumi, i savings rate vengono dati in crescita fino alla fascia del 7/10%, partendo dal 4% attuale, in ogni caso negli USA la domanda

è data in flebile crescita e anzi in alcuni settori, come quello automobilistico, le stime indicano in 3 – 4 anni il periodo necessario ad assorbire la produzione attuale.

Cosa potrebbe supportare lo scenario più bullish, cioè il cosiddetto “**V-Shaped recovery pattern**”? L’impegno delle Banche Centrali mira alla conversione del circolo vizioso mercato del credito – economia reale in un circolo virtuoso, secondo questa ipotesi ottimista il fatto di ripristinare il mercato del credito e l’appetito per il rischio porterà necessariamente al ripristino di condizioni di più facile concessione del credito, permettendo così ai consumatori e alle aziende di ricominciare a spendere ed investire.

Chi crede che questo scenario sia possibile ritiene sia decisivo il miglioramento delle condizioni del credito con la conseguente evaporazione del rischio-controparte e del rischio-liquidità. Gli spread si sono ristretti, il forte declino nella produzione pare essersi arrestato e i dati macro, per quanto volatili, dipingono una situazione stabile o comunque tendente alla positività.

Un approccio adatto a questa fase di mercato in cui le due impostazioni praticamente si equivalgono è senza dubbio improntato all’equilibrio, gli asset più caratterizzati da una componente risky si sono già notevolmente apprezzati, scontando così una buona quota (se non la totalità) dello scenario più ottimista.

Vediamo quali sono i quattro pattern di uscita dalla crisi, partendo dal più ottimista per arrivare al più negativo.

Abbiamo già accennato al recupero “V-shaped”, legato al ripristino rapido e decisivo della fiducia nel sistema, con lo stimulus plan che si rivela pienamente efficace e il mercato immobiliare che si ristabilisce fin dall’inizio del 2010 ed un PIL americano crescente del 3% circa per l’anno prossimo. L’ipotesi di un **recupero “a U”** prevede un graduale ritorno della fiducia, seppure tra alti e bassi, tra rally settoriali e ribassi sull’onda dell’emotività, in un contesto di deleveraging continuo, con l’economia americana che si ristabilisce a metà 2010 per poi cominciare a crescere nella seconda metà del prossimo anno, con ritmi moderati. Più incerto è il cosiddetto “**Scenario a W**”, sul quale c’è il maggiore consensus all’interno della comunità finanziaria. Secondo questa tesi, il recupero dei mercati ha vita breve e prepara un revival della negatività, legata al fatto che i problemi strutturali non sono stati risolti, ma soltanto rimandati nel tempo. Questo si lega ad una condizione di bassa domanda, legata al deleveraging e alla crescita della disoccupazione. Secondo questo scenario, i mercati non usciranno davvero dalla negatività almeno per tutto il 2010. Infine l’ipotesi che tutti vorremmo scartare, il ritorno in piena deflazione, uno scenario in cui le politiche adottate si rivelano fallimentari, il risparmio sovrasta ancora consumi ed investimenti, il sistema bancario non si ricapitalizza, si affacciano timori di protezionismo e instabilità geo-politica, prolungando la fase di incertezza ben oltre il 2010.

## **LE ASSET CLASS**

Ma veniamo all’analisi dei mercati quotati. Tra mille incertezze, sappiamo che la dinamica dei mesi a venire sarà complessa, abbiamo assistito ad un trend rialzista di breve molto intenso e lineare, senza soste, poco partecipato in

termini di esposizione al rischio da parte della maggioranza degli investitori. Come controaltare, abbiamo riscontrato un forte coinvolgimento delle **mid-cap**, segno che si è trattato di un movimento ad **ampio respiro**.

Le caratteristiche sopra enunciate condizioneranno i mesi a venire e renderanno la dinamica complessa, in particolare i temi principali saranno legati alla tempistica di **redistribuzione** tra chi è entrato in tempo e chi è rimasto alla finestra e tra small/mid cap e blue chips, così come – in una fase successiva - tra value e difensivi.

Abbiamo accennato in precedenza alle prospettive di redistribuzione tra chi ha accumulato ingenti profitti da Marzo in poi e chi invece è rimasto su posizioni difensive, ha sbagliato l'allocazione settoriale o addirittura è rimasto completamente liquido.

Il mese di Giugno dovrebbe vedere una distribuzione con valori in moderata crescita, fino al raggiungimento di un picco che potrebbe resistere fino al quarto trimestre.

Sarà estremamente difficile prevedere le dimensioni del movimento, in assenza di indicazioni negative o incerte sul fronte macro nel mese di Giugno, potremmo assistere a violente ricoperture e al re-pricing di settori che nella prima ondata di positività sono rimasti in laterale, malgrado una situazione patrimoniale ancora solida e aspettative di utili futuri quanto meno non negative. Diverso il caso in cui vecchie e nuove minacce tornassero ad affacciarsi sulla scena, in quel caso Giugno vedrà un saldo attorno allo zero.

A Giugno sarà fondamentale **riconoscere i settori** e le realtà su cui intervenire, ora più che mai il concetto di diversificazione su base geografica è privo di senso. Sarà importante stabilire un corretto rapporto tra valore (potenziale nascosto, per i titoli che fin qui si sono mossi meno) e rischio, mentre potrebbe essere ancora troppo presto per dare al portafoglio equity un'impronta difensiva. L'estate potrebbe essere il periodo ideale per spostarsi su una asset allocation più tranquilla, fino ad allora sarà possibile cogliere opportunità ad alto potenziale, in virtù del miglioramento degli indicatori macro e delle condizioni del credito.

Potranno trarre vantaggio da questo nuovo contesto i settori nei quali c'è valore, ma con una situazione del credito ancora deteriorata. Qui la leva di un miglioramento delle condizioni del credito potrebbe agire con maggiore forza aprendo spazi di recupero non rilevanti in ottica di lungo, ma comunque degni della nostra attenzione nel breve.

In quest'ottica sarà interessante valutare i settori Oil&Gas, Media e Travel&Leisure. Meno attraenti Basic Resources ed Auto perché – a parità di livello di stress del credito – le loro valutazioni si sono già spinte troppo oltre per la reale visibilità degli utili futuri. Inoltre, se ci sarà un nuovo scenario caratterizzato dall'uscita di scena del fattore "cheap credit", questi settori non potranno più garantire la medesima velocità di crescita. Infine Utilities e Chemicals non risultano attraenti e – pur rientrando nel portafoglio - non saranno i perni su cui si poggia l'operatività, in quanto l'effetto combinato di potenziale nascosto, credit stress e valutazione genera ritorni potenziali stimati non esaltanti.

Si prospettano due scenari per i mercati: secondo una prima view si può continuare ad accumulare gradualmente Equity mese per mese fino ad Ottobre, vero e proprio mese "set-up" dell'ultimo trimestre. Secondo un'altra analisi, che tiene conto delle mutate condizioni dei mercati e del movimento che già si è sviluppato con forza in questi tre mesi, **da Luglio** in poi i mercati dovranno cominciare ad affrontare i primi problemi.

Ci si renderà conto del fatto che diversi settori hanno corso troppo per le reali condizioni di mercato, il **dissesto provocato dall'espansione dei bilanci statali** comincerà ad affacciarsi, si comincerà a valutare il 2010 come un anno pieno di ostacoli e pericoli, non soltanto di opportunità. Infine, come è normale che sia, nei primi due anni di un nuovo ciclo economico è difficile che si possano già definire i nuovi settori leader ed i temi operativi trainanti di un nuovo mondo economico. Più facile che – specie in una fase iniziale – si battano sempre le vecchie strade, con la controindicazione che il raggiungimento di eccessive valutazioni non più corrispondenti ai nuovi scenari comporterà però vendite a tappeto ed ulteriore instabilità.

Quindi, se la dinamica dei mesi a venire rimane ancora tutta da delineare (noi al momento optiamo per un Giugno rialzista, Luglio per ridurre e ultimo trimestre per rientrare), c'è un maggiore consenso sul fatto che un rally di fine anno non possa protrarsi troppo in là nel 2010. Questo perchè, se il 2009 ha visto il ritorno dell'appetito per il rischio, il 2010 dovrebbe vedere la ripresa della crescita mondiale, ma allo stesso tempo il quadro macro risulterà instabile e condizionato dalla politica monetaria americana.

L'S&P500 punta al target di area 1000 punti, pare difficile che possa arrivare fino a 1200. Per lo Stoxx 50 gli obiettivi sono i medesimi in termini percentuali, identifichiamo un target a 2300 punti. Interessanti le prospettive per il mercato Australiano, che mostra un upside di circa 12 punti percentuali, superiori anche al Canada, il cui margine rialzista in termini percentuali non arriva alla doppia cifra. Sulle valute privilegiamo ancora l'Euro, a maggior ragione ora che il Dollaro potrebbe andare incontro ad una fase di debolezza.

Le linee guida della nostra politica di gestione rimangono quelle seguite fin qui con profitto, il "core" è sempre costituito dalla parte obbligazionaria, con una netta prevalenza del debito corporate rispetto al governativo per buona parte del mese di Giugno per lo meno.

L'Equity è sempre visto in chiave **tattica**, Giugno potrebbe offrire discreti spazi di upside, non ci aspettiamo movimenti di grandi dimensioni proprio perchè la re-distribuzione di cui abbiamo parlato prima condizionerà la dinamica di mercato, rendendola spesso poco lineare e ricca di ostacoli.

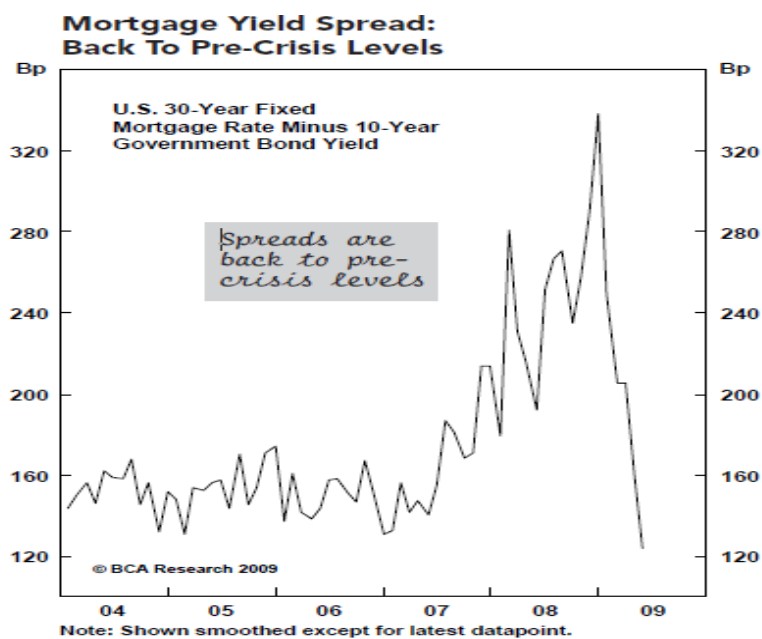
Quale che sia il pattern di recupero delle economie mondiali, sarà fondamentale mantenere un **approccio flessibile**, mai dogmatico e pronto ai possibili nuovi sviluppi che le mutate condizioni macro comporteranno.

E' presto per determinare l'efficacia in prospettiva delle mosse delle banche centrali, in virtù di questo riteniamo sia importante mantenere un'impostazione snella e dinamica, con un nucleo corporate importante, un flusso cedolare interessante, qualità del credito buona e un rendimento a scadenza pre-calcolabile. Su di esso continuiamo a innestare una parte equity variabile, lavorando sui settori e sul picking delle migliori realtà al loro interno,

ragionando in termini paritari sia su concerti di forza relativa che di under-valuation.

Il selloff nel mercato del **Treasury** ha guadagnato notevole slancio nel corso delle ultime settimane, causando problemi all'asset class azionaria e minacciando di soffocare un'economia ancora debole.

Anche se la Fed non l'ha mai reso esplicito, la banca centrale ha come obiettivo i rendimenti ipotecari, sperando che questo aiuti i consumatori ed il rilancio dell'economia. Questa politica si è rivelata ampiamente positiva, con spread dei mutui che tornano a toccare livelli pre crisi.



Andando avanti, tuttavia, diventerà sempre più difficile comprimere ulteriormente gli spreads, quindi la FED deve cambiare strategia. Se la banca centrale vuole mantenere i mortgage yields a livelli bassi o abbassarli ulteriormente deve trovare un modo per comprimere i Treasury Yields.

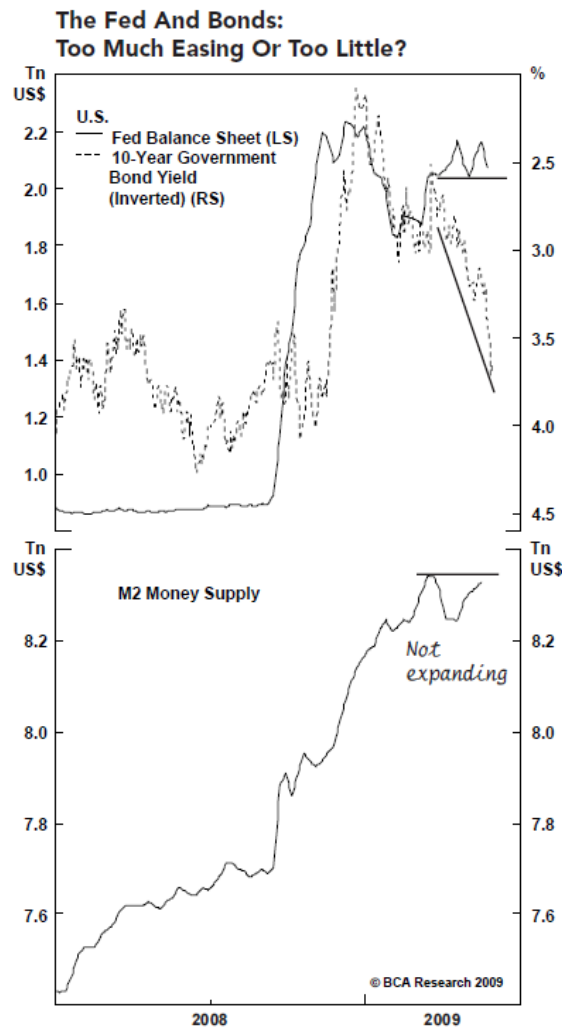
In questo senso, il backup dei rendimenti obbligazionari, se dovesse persistere, potrebbe rivelarsi più dannoso di quel che si immagina per l'economia, soprattutto perché il backup sui Treasury yields ha cominciato a produrre un rialzo dei Mortgage Yields.

La questione cruciale è se il sell-off sui bond sia un segno minaccioso di aggravamento del debito pubblico, o se il backup degli yields sia stato causato da altre forze benigne.

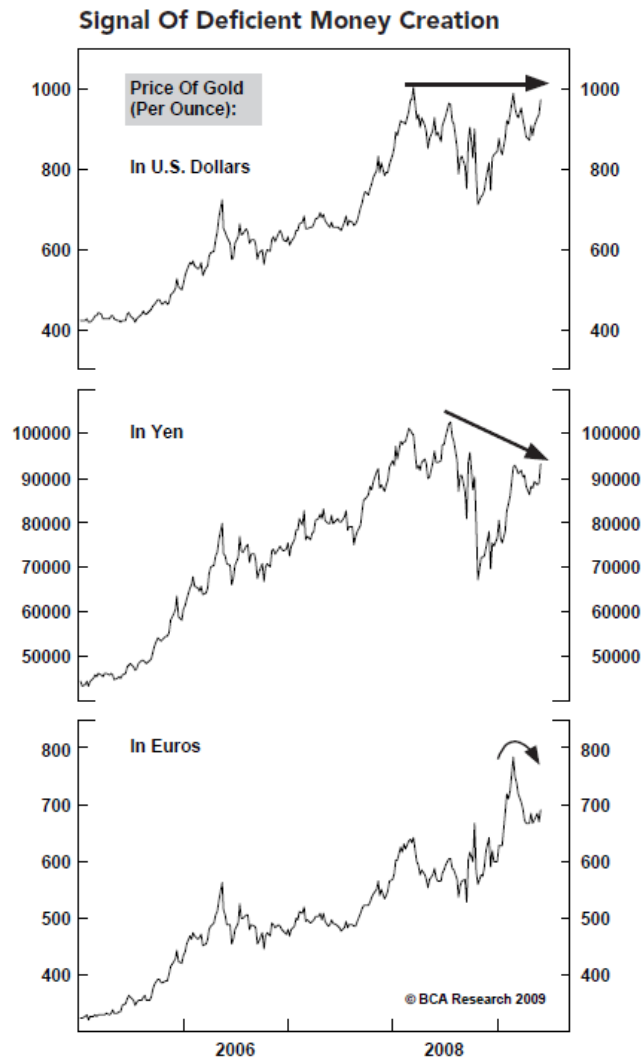
Nel primo caso, ci sarà ancora sofferenza sui mercati finanziari, con il calo del mercato azionario, un aumento dei rendimenti obbligazionari e svalutazione del dollaro.

Il grafico 2 mostra che la prima fase di espansione del bilancio della FED è avvenuta con un esplosivo rally obbligazionario.

Tra dicembre e marzo, il bilancio si è contratto, mentre i rendimenti dei bond hanno mostrato segnali di crescita. Dal mese di marzo, la FED ha ricominciato la sua attività di quantitative easing, ma ad un ritmo più lento. Tuttavia le obbligazioni hanno mostrato ancora debolezza.



La maggior parte delle banche centrali del G7 hanno riguadagnato terreno attraverso le loro azioni aggressive da ottobre 2008, ma non sono ancora riusciti a dominare la curva deflattiva. In più parti del mondo sviluppato, il CPI è ancora in deflazione, i prezzi immobiliari sono in calo, i prestiti bancari sono in riduzione e il reddito nominale delle famiglie è in calo. Con così tanti settori in calo, le banche centrali sono l'unica entità che può ripristinare la stabilità. L'unico modo per fare questo è attraverso il quantitative easing, almeno fino a quando i prezzi dell'oro (in ciascuna delle principali divise) non generano un breakout rispetto ai massimi precedenti, ma questo non è ancora accaduto (Grafico 3).



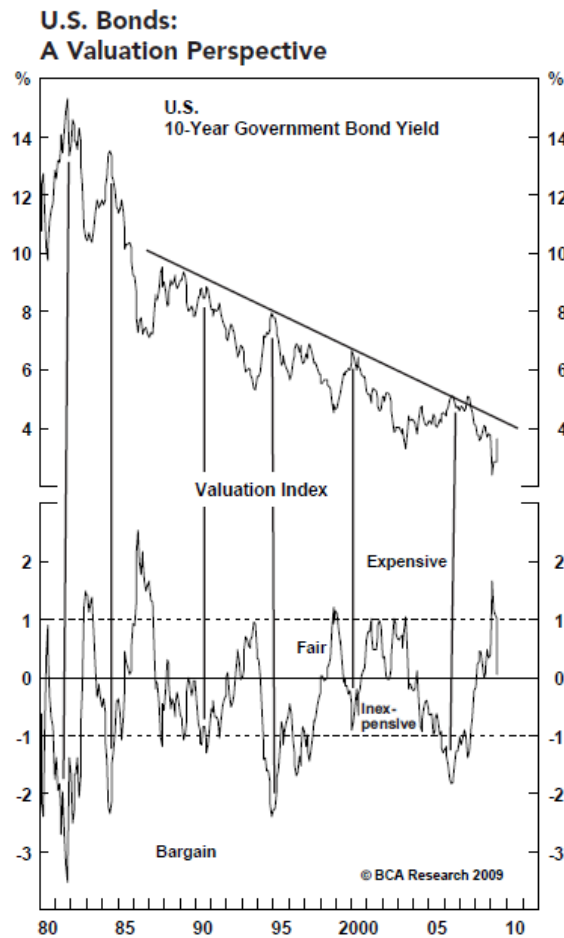
Il recente sell-off dei bond potrebbe alla fine lasciare il palcoscenico ad un rally. L'unica variabile è quando. Ci sono diversi sviluppi da prendere in considerazione:

- I Bond sono ipervenduti in tutto il mondo
- Il dollaro sembra essere in fase di stabilizzazione, si potrebbero calmare i timori di una spirale verso il basso per la divisa statunitense
- La Fed potrebbe intervenire in acquisto sul mercato dei Treasury in modo ancora più aggressivo, così da calmierare il costo dei finanziamenti tanto per le aziende, quanto per i consumatori.

Questi sono argomenti positivi per le obbligazioni che favoriscono un rally. L'unico aspetto negativo è la *valuation*. Il Grafico 4 rappresenta l'indicatore di bond valuation, basato sul core CPI e sul PIL in termini reali. A giudicare da questo indicatore, il mercato obbligazionario americano in questo momento è prossimo al suo fair value.

Storicamente un rally significativo sui bond richiede una sottovalutazione dei corsi pari almeno ad un sigma. Applicando tale norma, un rally sui bond non può avvenire finché i rendimenti non raggiungono un'area del 4-4,2%, un

livello coerente con la secolare tendenza di top discendenti a partire dai rendimenti dalla fine degli anni 80.



Gli investitori devono resistere alla tentazione di diventare sempre più negativi al ritracciare dei rendimenti. La nostra idea è che – a parte il bear market rally atteso - il mercato obbligazionario statunitense probabilmente rimarrà debole fino a quando i rendimenti obbligazionari non raggiungeranno il 4%. A quel punto, si svilupperà un significativo rally.