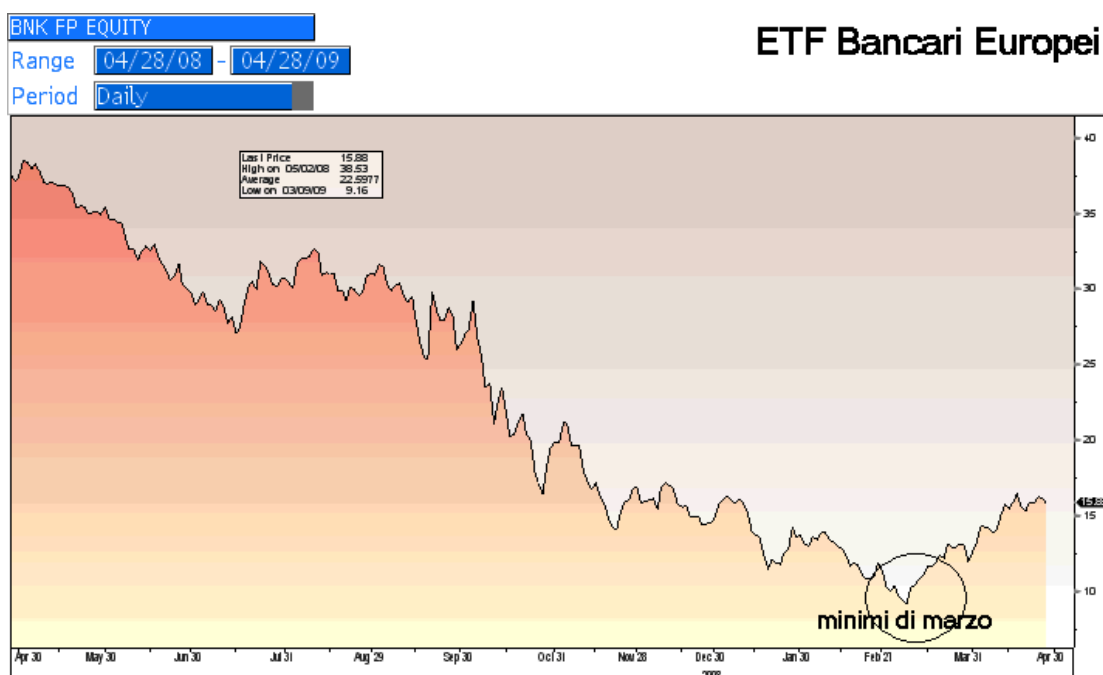


Milano, 28 aprile 2009

A marzo abbiamo riscontrato un'evidente situazione di ipervenduto sull'equity risk, a cui ha fatto da contraltare un crescente ipercomprato sull'equity security.

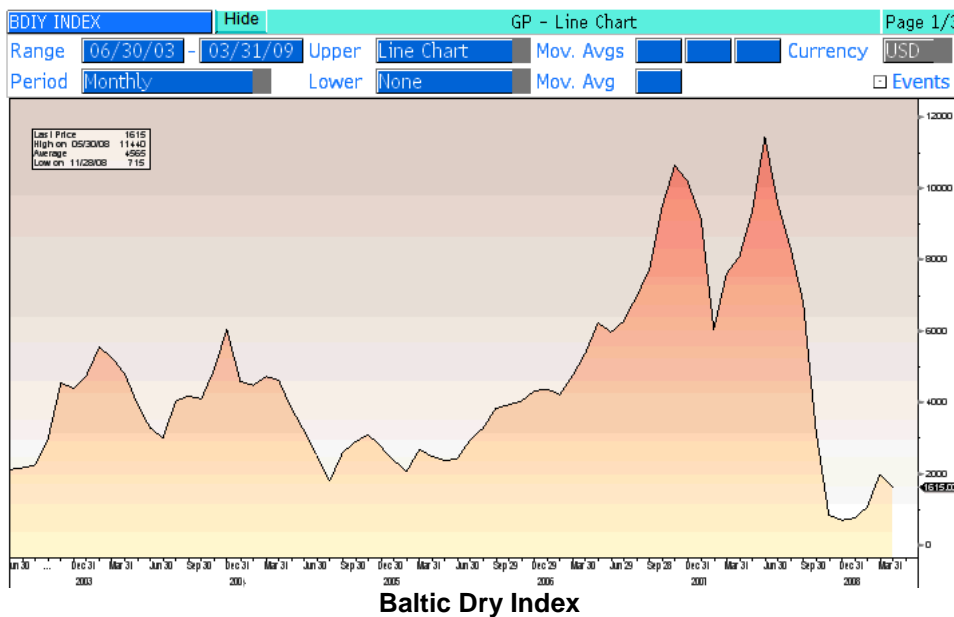
In un contesto di mercato polarizzato ed emotivamente iper-reattivo, i financials hanno raggiunto l'area cruciale di price/book value di 0,3/0,4, una vera e propria soglia fisica di incomprimibilità.



Le azioni europee hanno toccato livelli di panic selling raggiunti in precedenza soltanto nel 1974/75, quando quasi la metà delle azioni scambiava a price/earning sotto a 5.

Finalmente il trade-off tra rischio e opportunità di rivalutazione nel medio/lungo termine è tornato ad essere interessante, ma per dare concretezza e continuità al tanto atteso rally è fondamentale l'apporto del catalizzatore per eccellenza: il fattore-crescita.

Quando si tornerà a parlare di prospettive di crescita?



Nella storia gli adattamenti del ciclo produttivo alle fasi di difficoltà estrema impiegano circa 9 mesi a realizzarsi, a partire dallo scoppio della crisi. Nel caso specifico dobbiamo considerare come punto di partenza il periodo agosto-ottobre, gli indicatori che misurano output ed inventari ci danno poi un'idea più precisa del timing.

Ora, fatto salvo il primo pesante ciclo di adattamenti di maggiore impatto, è importante individuare l'entità degli adattamenti progressivi. Pare probabile che si vada verso una fase caratterizzata da tutt'altra velocità rispetto al recente passato. Investimenti e consumi dei privati sono previsti in fortissimo calo, in questo senso pesa anche la crescita della disoccupazione che dovrebbe raggiungere il suo picco nei prossimi 12/18 mesi. Parte di questo offset verrà coperto dalla spesa pubblica, ma resta difficile stabilire i parametri di "velocità" su cui si fonderà il nuovo mondo economico del dopo-crisi.

In Europa prevale un diffuso scetticismo sulle concrete possibilità che la politica riesca a dare risposte tempestive e coerenti con lo scenario attuale.

A livello locale appare limitata la capacità di intervento per stimolare la domanda interna, indipendentemente da un risveglio delle attività commerciali globali.

A livello sovra-nazionale i ritardi nell'attuazione della politica monetaria della BCE e l'evidente carenza di coordinamento nell'attività di recupero sono segnali preoccupanti. Vediamo da quali fattori è determinato il primo punto:

- a) ri-bilanciamento di risparmio ed investimenti. Si va verso un nuovo ciclo in cui i risparmi netti saranno superiori, a danno degli investimenti, soprattutto nelle economie dove il de-leveraging è più necessario (periferia dell'Unione)
- b) gli stimoli fiscali ed i bail-out del sistema finanziario creano un forte aumento del rapporto debito/Pil

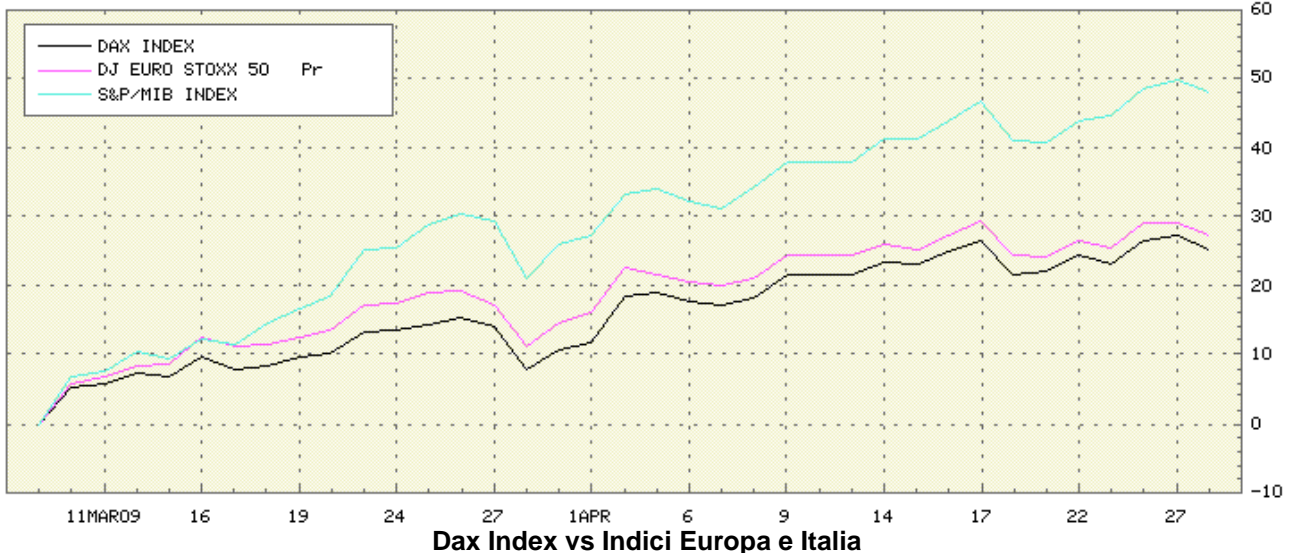
Sarà soltanto un aumento del risparmio globale a rendere sostenibile l'indebitamento attuale e futuro nei prossimi 5/10 anni.

Questo perchè la periferia dell'Unione ha poco spazio di manovra (risk premium ancora elevato e - tra bailout e stimoli fiscali - visto in crescita ulteriore, a parità di condizioni economiche globali) pertanto per consentire la crescita del risparmio netto interno è fondamentale che si riesca a migliorare sul versante dell'esportazione.

Affinchè questo accada, posto che non si può più agire sui tassi di cambio, l'unica via è la deflazione competitiva, si dovrà passare quindi attraverso una prolungata fase di discesa del costo della forza-lavoro e del prezzo dei beni.

Range		3/ 9/09	-	4/28/09	Period	D	Daily	50 Day	Period
Securities		Crncy	Prc	Appr	Total Ret	Difference	Annual	Eq	
1	DAX Index	EUR	25.14 %		25.14 %*	-2.27 %	413.92 %		
2	SX5E Index	EUR	26.43 %		27.41 %		486.05 %		
3	SPMIB Index	EUR	47.71 %		48.27 %	20.87 %	1673.31 %		

(\* = No dividends or coupons)



La Germania avrà un ruolo cruciale sotto vari aspetti, in primo luogo perché con la sua solidità offre di fatto garanzie agli altri paesi dell'Unione, mitigando i tassi che vengono richiesti alla periferia al momento di ri-finanziarsi.

In cambio di questo, la periferia dovrà necessariamente adottare un modello di comportamento comune, adattandosi a sistemare il bilancio come priorità assoluta. Inoltre, dopo la crisi del post-riunificazione, la Germania è l'unica nazione che già arriva da un processo di de-leveraging (soprattutto nel settore privato), pertanto è l'unica realtà che può spingere sugli investimenti.

Inoltre, disponendo di un ambiente economico più competitivo, darà man forte alle esportazioni dell'Unione e spingerà i paesi della periferia ad una necessaria deflazione competitiva, per poter stare al passo.

Il solo re-leveraging del settore privato tedesco, può offrire supporto alla domanda continentale. Per gli altri paesi, sarà fondamentale disporre di un mercato del lavoro flessibile, sempre in ottica di deflazione competitiva, non potendo agire sulla leva dei cambi.

Resta il tema relativo alla carenza di reattività della BCE e di coordinamento all'interno dell'Unione Europea. La BCE ha dato vita ad una notevole espansione del bilancio nel momento in cui era pressante l'esigenza di ristabilire l'intermediazione finanziaria, nel momento di massima crisi di fiducia degli investitori, dei risparmiatori e delle istituzioni stesse. Dopo di che il processo di espansione si è fermato e questo può dipendere o dalla percezione di minori minacce deflative in Europa, oppure dalla carenza di una struttura di controllo e coordinamento tra la BCE e i singoli ministri del Tesoro degli stati-membri.

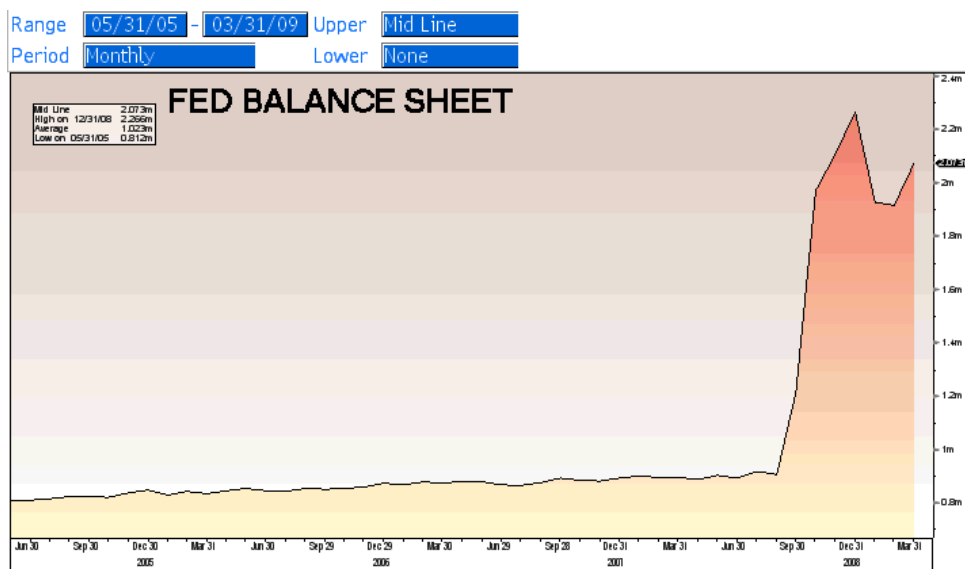
In entrambi i casi, le perplessità sono molte.

Torna quindi il ruolo-chiave della Germania, perché se è vero che l'Unione prospetta un intervento di lungo termine che – seppure con tempistiche completamente differenti – avrà dimensioni pari a quelle dell'intervento americano, emerge l'esigenza di coprire questo deficit e questo si può fare solo tramite una crescita del risparmio netto pubblico e privato.

Il capitale privato non è la risorsa più facilmente accessibile a causa dell'aumento del risk premium, il che è anche un bene poiché i tassi alti sconsigliano una corsa al ri-finanziamento "purchessia".

Quindi di fatto la Germania oltre a funzionare da miccia che farà da stimolo all'economia europea e alle esportazioni, fungerà da garante per il credito dell'intera Unione.

All'assenza di una politica comune e coordinata subentra un coordinamento "passivo", fondato sulla mutualizzazione del credito e della credibilità propri del sistema economico tedesco.



Come detto, ai paesi della periferia, spetterà riordinare i conti, attraverso interventi di grosso impatto nel breve termine (stimoli fiscali, bailouts) sostenuti però da una crescita del risparmio globale nel medio e lungo termine. Inoltre ciascuno di essi dovrà migliorare la propria competitività in termini di integrazione e flessibilità.

Così come nella Germania del post-1999, questo meccanismo virtuoso dovrà andare a produrre un surplus di bilancio, oltre a riequilibrare i valori di costo del lavoro e produttività per unità lavorativa.

Ponendo il 1985 come base di partenza (valore 100), il costo per unità lavorativa è ora salito a 220 per l'Italia, 140 per la Francia, 125 per la Germania.

Differente il quadro delineato dall'indice di flessibilità del mercato del lavoro, dove invece è la Francia a soffrire nettamente nei confronti di Germania e Italia, che negli ultimi anni ha recuperato terreno.

In questo scenario caratterizzato da disoccupazione crescente, salari in calo e soprattutto da una nuova velocità di crescita, ciascun paese dovrà cogliere l'occasione per trovare un nuovo equilibrio, le carenze strutturali e di coordinamento renderanno questo passaggio epocale tutt'altro che indolore.

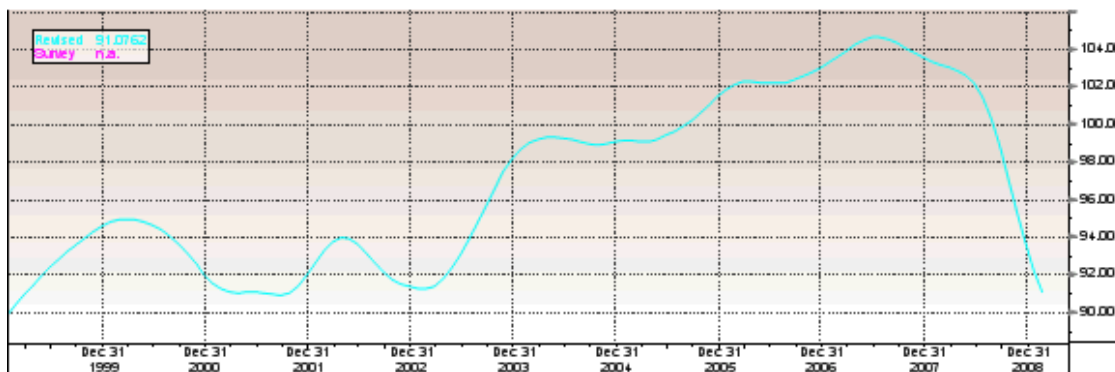
Intanto il consensus degli analisti si sta spostando gradualmente in senso favorevole al comparto Equity, al di là dell'aspetto psicologico i principali indicatori macroeconomici si

stanno lentamente spostando verso la positività, facendo pensare che possano davvero toccare i loro minimi entro la fine del secondo trimestre.

L'attività economica ha dato qualche segnale di speranza, per la prima volta il flusso di notizie a proposito di consumo, mercato immobiliare e ordinativi non è uniformemente negativo. In particolare i consumi hanno tratto beneficio dalle riduzioni delle tasse e dalla presa in carico da parte del governo di situazioni negative, mentre il mercato immobiliare ha ricevuto un impulso dall'abbassamento dei tassi sui mutui (con effetto anche sui ri-finanziamenti), da un allontanamento dalla fase critica di disintermediation e dal forte abbassamento del valore degli immobili.

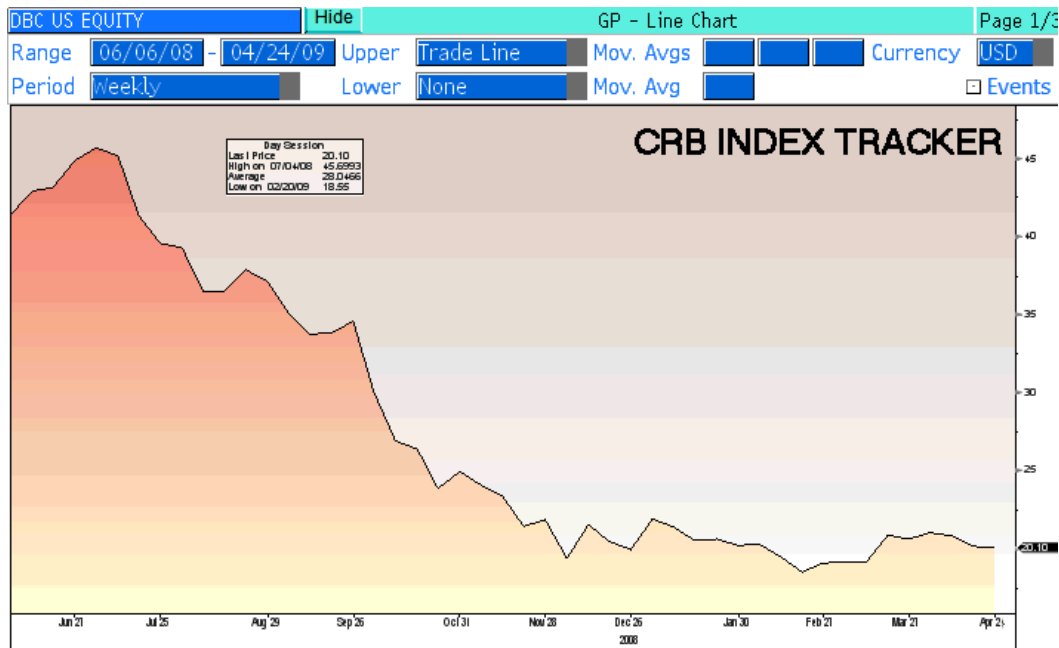
Naturalmente si tratta di avvisaglie, i mercati e gli indicatori economici dovranno generare diverse conferme nel tempo per allontanare definitivamente lo spettro-depressione.

Release Name	OECD USA Leading Indicators Trend Restored		
Country	United States	Ticker	OLEDUSA
Revised	92.2264	For	02/28/09
Survey	N.A.	Actual	91.0762
		Prior	92.2264



Marzo può essere considerato il perno, lo spartiacque tra due scenari opposti, il momento in cui il rischio-deflazione ed il rischio-inflazione per la prima volta da tempo tornano ad essere equivalenti. Per la prima volta da tempo il rapporto rischio/beneficio tra Government e Corporate (inteso soprattutto come debt, ma anche in ambito equity, seppure con maggiore prudenza) comincia ad essere quanto meno paritario.

Naturalmente la recessione avrà una coda deflattiva, dovremmo vedere meno pressione sui prezzi. Certo, questa prima onda rialzista ha visto come protagonisti i settori che già avevano performato meglio nel recente passato, dunque il tema delle azioni legate al mondo delle commodities risulta ancora dominante. Ma per ragioni di overcapacity non dovrebbe trattarsi di un trend duraturo.



Più facile che, nel complesso ed in ottica annuale, le commodities e le azioni ad esse correlate siano effettivamente le prime a partire e a dare un segnale di risveglio, per poi consolidare in trading range per circa un anno, quando saranno pronte a ripartire sovraperformando violentemente gli altri settori.

Nel frattempo è cambiata radicalmente la percezione del rischio – equity: è forse presto per vedere un forte calo in termini di risk premium, ma è probabile che i valori raggiunti nella prima parte dell'anno non vengano più toccati, il rischio – settore ed il rischio – paese si sono trasferiti ad un livello successivo, è l'autorità centrale a garantire, facendo leva sulla qualità del credito delle realtà più sana del proprio sistema economico di riferimento.

In questo momento risulta privo di senso parlare di asset allocation su base geografica, si deve piuttosto cominciare a parlare di orientamento al rischio e di qualità dell'investimento, i concetti "value" e "growth" escono relativizzati dalla crisi e impoveriti concettualmente dalla scarsa visibilità degli utili futuri. Saranno indicativi di un approccio al mercato, ciò che farà la differenza nelle varie fasi dell'anno sarà una sapiente capacità di dosare l'una o l'altra attitudine a seconda del momento.

Sarà importantissimo identificare quando aumentare la componente "risk" e quando spostarsi sul fattore "value" in un 2009 che si preannuncia ancora volatile ma che, non appena si avrà esatta percezione del rallentamento degli utili futuri della coda deflattiva della recessione, dovrà necessariamente acquisire un andamento più lateralizzato di quanto visto dopo i minimi del 9 Marzo.

I mercati emergenti - con particolare riguardo ad Australia e Canada per questo caso specifico – solitamente sovraperformano gli altri indici nei momenti di passaggio verso un nuovo ciclo economico.

Dal punto di vista fondamentale rileviamo nelle loro realtà bancarie locali un livello di dissesto che non ha mai lontanamente raggiunto i livelli toccati in Europa e USA: il sistema di finanziamenti ed intermediazione è sempre attivo e funzionante.

Il peso dei titoli legati alle materie prime potrebbe costituire un traino, almeno finché le commodities non cominceranno a posizionarsi in laterale, come da previsioni.

Infine, giova ricordare che le rispettive valute hanno già intrapreso un percorso di svalutazione progressiva di dimensioni rilevanti, con indubbi effetti benefici per l'economia domestica di entrambi.

Nel medio termine si prevede un'overperformance della Germania sugli altri mercati europei in virtù di quanto detto prima (export – competitività – flessibilità del mercato del lavoro), mentre il mercato europeo potrebbe essere premiato rispetto al più difensivo mercato americano in caso di prosecuzione della forte fase espansiva fin qui vissuta. In un'ottica temporale più estesa al contrario risulterà mediamente più incisiva la performance americana, per effetto della maggiore tempestività nell'affrontare alla radice le cause scatenanti della recente crisi finanziaria.

Dal punto di vista settoriale la scelta del gestore risulterà determinante. Sarà fondamentale interpretare ogni fase del mercato, allo scopo di individuare i settori più adatti allo scopo. Nelle fasi in cui il mercato ritracerà e mostrerà il suo lato più debole, sulla scia di notizie negative e del raggiungimento di livelli incompatibili con gli utili futuri delle aziende, sarà fondamentale tornare a percorrere strade già sfruttate verso la fine del 2008, andando in cerca di generatori di cash flow stabile e visibile, privilegiando Tlc, Utilities ed Healthcare, oltre al settore Retail.

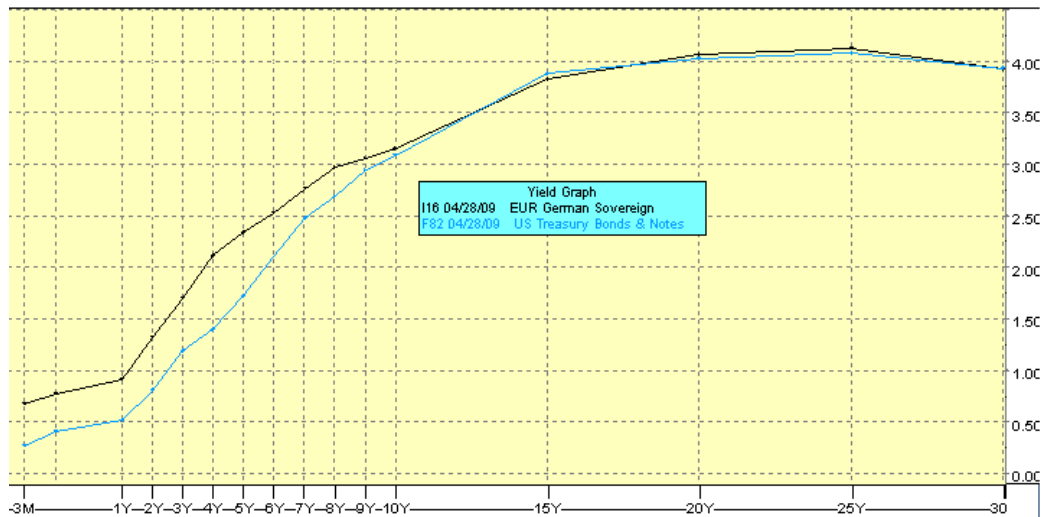
In fasi impulsive e poco classificabili saranno Finanziari e Commodities-linked a generare le migliori performance, mentre il settore automobilistico al momento è arrivato a scontare già i risultati e le previsioni di 2009 e 2010.

I Basic resources difficilmente faranno da traino per tutto l'anno, è probabile che comincino presto a stazionare in laterale, a quel punto sarà fondamentale che il mercato abbia trovato una leadership e nuovi temi operativi che possano sostenere gli appetiti rialzisti, i quali verrebbero viceversa a trovarsi orfani di un supporto fondamentale.

Nel frattempo, sarà importantissimo effettuare un attento stock picking all'interno di tutti i comparti del macro-settore Industriale, con un occhio ai Capital Goods e alle società che prima hanno saputo reagire alla crisi approntando un set di provvedimenti puntuali per affrontare al meglio quanto meno la parte finale della crisi, adattando output ed inventari, così da essere già pronti a vivere la coda deflattiva attesa nel modo migliore possibile.

I prossimi mesi vedranno una situazione di equilibrio tra due forze contrapposte. In primo luogo la recessione dovrà generare una crescita del risparmio, fattore tradizionalmente rialzista per il comparto Government. L'escalation in termini di spesa pubblica e del deficit fiscale risulta però essere una forza di segno opposto altrettanto degna di nota. L'andamento dei titoli di stato dovrebbe essere pertanto di laterale, con cambiamenti di fronte a seconda del differente bilanciamento tra le due forze descritte ora.

Potremmo individuare un trading range di riferimento tra il 2 ed il 3% sul T-Bond, con una sotto-performance rispetto al Bund ed un continuo oscillare tra pavimento e tetto. Il primo dovrebbe tenere sia in virtù di una possibile inversione degli indicatori economici di riferimento verso la positività, sia per la corsa al finanziamento correlata alla campagna di ingente spesa pubblica prevista. I due fattori combinati dovrebbero far sì che i tassi non superino il 2%, naturalmente questo scenario verrà rivisto in caso di mutamento repentino delle condizioni macroeconomiche e di un ritorno verso la negatività estrema. Il tetto del 3% dovrebbe invece reggere in virtù di previsioni non entusiaste sulla domanda aggregata e di una crescente disoccupazione.



Il risparmio privato è visto in crescita in una fase di recessione, fino al 2010 questo dato potrebbe sminuire l'impatto dello stimolo fiscale, arrestando la crescita dei rendimenti a tasso fisso.

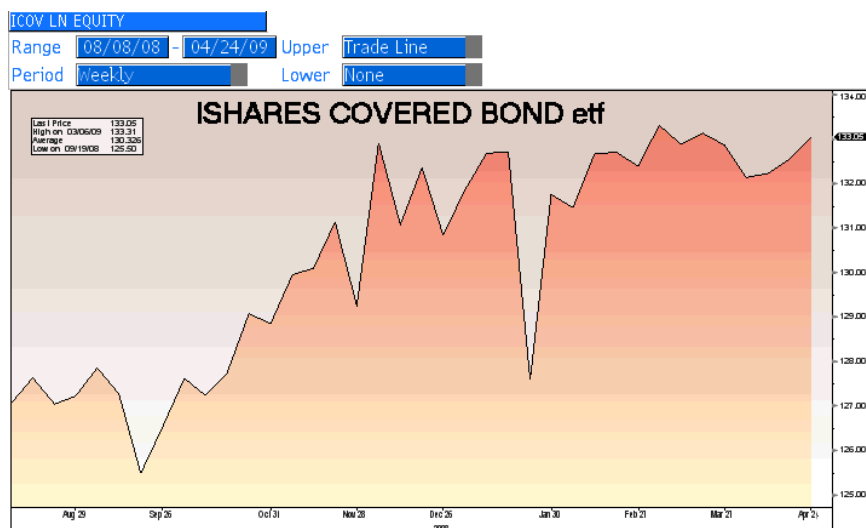
Infine, la Fed potrebbe impostare una massiccia campagna di riacquisto di obbligazioni ogni qual volta il rendimento dovesse avvicinarsi a questa soglia.

Il comportamento ideale in questo scenario sarà di rimanere neutrali o con duration abbastanza lunghe con tassi vicini al 3%, per poi spostarsi sul breve quando il rendimento si avvicina al pavimento del 2%.

Dal punto di vista della diversificazione geografica la politica monetaria lenta e poco reattiva adottata dalla Bce nella crisi può favorire il tasso fisso area Euro.

Inoltre si può sfruttare un'eventuale sottoperformance azionaria europea rispetto a Wall Street nel caso in cui dovesse trovare conferma l'annosa mancanza di reattività ai nuovi cicli economici dell'Europa rispetto agli Stati Uniti. In quel caso l'impronta sarà rialzista su equity USA e su titoli di stato europei.

Naturalmente questo scenario andrà rivisto in caso di performance equivalente o nel caso in cui il mercato si orienti su un mercato meno difensivo, più debole e rischioso come quello europeo.



Confermiamo la view positiva sul comparto, il risk premium è ormai lungi dall'aver formato un picco importante, gli spread rimangono ampi ma destinati a chiudersi nel medio termine, probabilmente nell'ultimo trimestre del 2009 dopo un'ultima ondata rialzista del rischio percepito, sulla scia di qualche default di medio/piccole dimensioni. Il rapporto rischio/beneficio potenziale sui Corporate risulta ancora essere favorevole, specie in una fase in cui – se consideriamo il rapporto equity/credit – la scarsa visibilità dei profitti aziendali attesi impedisce di aver un rapporto risk/reward definito sull'azionario.



Sul cambio Euro/Dollaro è difficile interpretare quello che sarà l'andamento futuro. In un'ottica più ravvicinata la lentezza dell'azione politica della Bce potrà senz'altro generare svantaggi per la valuta europea, con effetti deflattivi pericolosi ed incisivi. Non sottovalutiamo la natura anti-ciclica del Dollaro, che spesso in passato si è indebolito una volta constatate concrete prospettive di ripresa economica, dato che a quel punto ciascun sistema locale mostra maggiore tolleranza verso un apprezzamento della propria valuta rispetto al Dollaro. Secondo questa scuola di pensiero la valuta statunitense scenderà fino all'area di 1,55/1,60, trovando qui un ostacolo insuperabile. Al contrario il livello oltre il quale il Dollaro non può salire è 1,20. Va detto che nel medio – lungo termine qualora la politica lenta della Bce dovesse proseguire, non sarebbero da escludere fughe di capitali dall'Europa verso gli Stati Uniti, con un effetto tonificante per il Dollaro, che comunque non potrà andare oltre quota 1,20 altrimenti la ripresa risulterà frenata e si affacceranno fondati timori deflattivi.