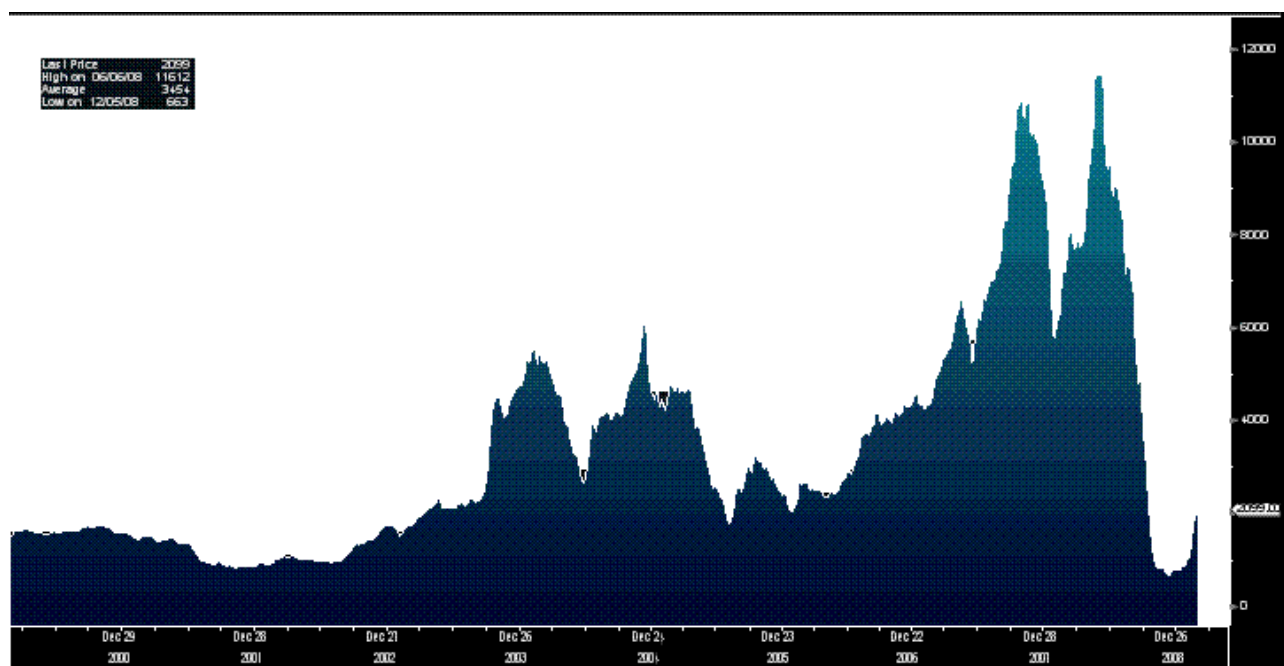


Milano, 24 febbraio 2009

## QUADRO GENERALE

Come sempre cominciamo la nostra analisi dando uno sguardo al Baltic Dry Index, elaborato questa volta su base mensile e a partire dall'anno 2000



La recessione è ancora in pieno svolgimento, il rimbalzo del Baltic Dry Index per ora non trova una corrispondenza nei corsi dei maggiori indici azionari mondiali.

Per quanto riguarda il comparto Equity sarà importante valutare il comportamento dei mercati in relazione al minimo del 20/11 scorso: finché non torna sopra questo livello con le conferme della chiusura non si hanno segnali chiari di ripresa e il rapporto compratori/venditori rimane incerto.

Le posizioni sui Bond governativi sono da tenere, sui Corporate bisogna prestare grande attenzione alla parte high yield, mentre la componente Investment Grade rimane sempre la scelta principale della nostra politica di gestione, con la raccomandazione di comprare sulle flessioni.

Capitolo valute: riscontriamo una base di accumulazione per l'euro contro dollaro. Certo, sarà difficile assistere ad una vera ripartenza dell'euro finché le Borse non arresteranno la loro discesa. Rimane l'impostazione long su euro contro dollaro. Che il dollaro vada sopra 1,25 è davvero difficile, quindi potremmo essere prossimi ad una fase di rimbalzo. Certo, è inutile tentare di anticipare una svolta così cruciale, fintanto che il rapporto risk/reward è ancora proibitivo.

Sulle materie prime si è rivelata ottima la trade consigliata sull'argento contro tutte le altre commodities, perfino contro oro. Il CRB è su minimi importanti e il petrolio pare aver formato un'area di oscillazione abbastanza consolidata, potrebbe oscillare ancora in un trading range poco direzionale perché manca un chiaro segnale di buy da parte della dinamica domanda/offerta.

Vediamo ancora al rialzo oro ed argento, siamo neutrali sul petrolio.

Il consiglio operativo rialzista su Cina e Brasile resta vivo, lo stesso dicasi per tutti i paesi che hanno una valuta che è stata pesantemente svalutata. In particolare riteniamo che questo fattore possa generare un evidente vantaggio competitivo per l'area del Pound.

Sul mercato americano si comincia a vedere una maggiore qualità del Nasdaq rispetto all'indice S&P. Uno dei fattori principali è l'incidenza dei financials all'interno del paniere. Finché i financials non recuperano non ci può essere un vero recupero da parte dei mercati. Fin qui si è persa una grande opportunità di recuperare il tempo perduto, ancora non si è riusciti a fornire quella leadership decisiva sulla ricapitalizzazione delle banche americane di cui il mercato ha bisogno.

Il trasferimento su vasta scala del rischio da asset privati ad asset pubblici crea disagio ed ecco che i cds – sovereign salgono e si corre in massa verso Etf-Oro.

Se non c'è trasparenza sui criteri guida del recovery le banche scenderanno ancora, con il rischio più che concreto di una spirale negativa per sé e per tutto il sistema, rischiando di modificare tutti i piani e le previsioni che vedono invece la fine della caduta dei prezzi intorno al terzo trimestre, così da evitare una caduta da uno stato di recessione, per quanto severa, in una condizione di depressione.

A quel punto il GDP Usa potrebbe subire una contrazione di un valore che potrà arrivare fino a un terzo della sua attuale consistenza, secondo il modello che studia il rapporto tra credit spread e variazione GDP su base triennale, ritornando ai valori del dopo-'29.

In realtà i presupposti di base sono completamente diversi rispetto ad un'epoca in cui la strada dell'espansione non era percorribile, fattore che ha determinato il crollo della domanda ed il tragico circolo vizioso che ne è seguito.

Oggi Bernanke deve approcciare in modo deciso e convinto la situazione, preoccupa vedere una stabilizzazione – o per meglio dire una contrazione – del Fed Balance Sheet, oltre ad un'eccessiva salvaguardia della qualità degli asset posseduti dalla Fed.

Oggi non c'è contrazione monetaria e si è fatto tutto quanto si è potuto per quanto riguarda l'abbassamento dei tassi, il problema è rappresentato invece dal fatto che le banche commerciali prestano ancora con grande difficoltà.

Analizzando il chart che riporta la quota di istituzioni bancarie che hanno ristretto i loro parametri di concessione del credito, si nota che dal secondo trimestre del 2007 a fine 2008 si è passati dal 5 al 75%. Il dato, analizzato in prospettiva y-o-y 2007/2008, è quintuplicato.

Un mancato ripristino dell'intermediazione finanziaria, di fatto sospesa, farà la differenza in negativo e porterà l'economia sull'orlo della depressione.

E' fondamentale che vengano date istruzioni sulle modalità di rimozione dei toxic assets.

Il punto cruciale non è costituito nè dai tax rebates nè dal loro rapporto con la spesa pubblica complessiva, il punto è come riportare fiducia nel sistema bancario.

Per ora c'è un'agenda, un "faremo", non fatti concreti, non sono chiari i criteri di inclusione delle realtà dissestate nel fondo di investimenti privato + pubblico.

Nel frattempo l'amministrazione Obama dovrà rendersi conto che c'è una crescente presa di coscienza da parte della gente del fatto che non sia giusto soccorrere in modo massiccio il settore privato, la politica avverte in modo sempre più chiaro questo feedback dal popolo, inoltre il concetto di protezionismo è di per sé molto pericoloso.

Infine si crea un mix di interessi altamente conflittuali tra pubblico e privato nell'assegnazione di un valore dei toxic assets. La vera sfida sarà la costruzione di strutture "state-sponsored" che abbiano il massimo interesse pubblico e il minimo possibile di interferenza politica.

Secondo gli investitori il fatto che si rimandi una decisione ferma è indice del fatto che sia probabilmente proibitivo valutare correttamente la quantità di denaro necessaria per soccorrere le banche senza effettuare una nazionalizzazione.

Rimangono poi aperti due punti di non secondaria importanza, vale a dire quali banche includere e come verrà eventualmente diluita la partecipazione del privato dopo l'intervento pubblico.

Siamo quindi lontani da una svolta, il capitale privato entrerà ancora soltanto quando si farà chiarezza su tutti questi punti, lasciati improvvidamente aperti da Geithner, le cui parole hanno mostrato per ora soltanto valenza "preliminare" rispetto a un "da farsi".

Nell'attesa l'unica certezza è che il piano sarà costosissimo.

In base agli impegni presi dalla Fed e dal governo americano il deficit pubblico salirà dal 55% del PIL al 100% circa da qui al 2011.

Naturalmente, guardando la cosa da una prospettiva opposta, questo vuol dire anche che la valanga di denaro che arriverà nei prossimi 2 anni e mezzo nelle banche e nell'economia possa produrre qualche effetto. E' doveroso lavorare sull'estensione e la prospettiva temporale di questi effetti e su ciò che accadrà "dopo", definendo anche l'appartenenza della pesante eredità che si verrà a generare.

In questo scenario i mercati rimangono molto nervosi e volatili, gli investitori hanno forte necessità di un abbattimento dei valori di volatilità per tornare ad avere maggiore fiducia. Siamo nel pieno paradosso di un mondo equity che al contempo è cheap e poco attrattivo, quanto a rapporto rischio/beneficio potenziale.

Il calo della volatilità sarà consequenziale in caso di scelte del governo USA che vadano a soddisfare i dubbi del mercato, a quel punto sarà più che naturale uno switch massiccio dal mondo bond all'equity.

Al momento lo scenario è ancora opposto, potremmo assistere ad un ritorno verso i Government, mentre la seniority dei titoli obbligazionari pesa sempre di più in un contesto in cui l'avversione al rischio rimane ai massimi e i credit spread risultano essere ancora crescenti.

Sull'equity i downgrades sono ancora all'ordine del giorno, anche se non dobbiamo dimenticare che mediamente il mercato trova un suo fondo 9 mesi prima che gli analisti comincino a rivedere finalmente le loro stime al rialzo.

Per modificare la nostra personale view sul mondo equity e procedere ad un upgrade all'interno della nostra asset allocation chiediamo che venga fatta chiarezza sui punti indicati nel corso della nostra analisi, sarà questo il viatico verso la stabilizzazione dei mercati che tutti auspichiamo, insieme alla creazione di una base da parte delle commodities e congiuntamente ai segnali ottimisti da parte dei Mercati emergenti, che nelle fasi iniziali di una ripresa generalmente tendono a sovraperformare le aree più mature.