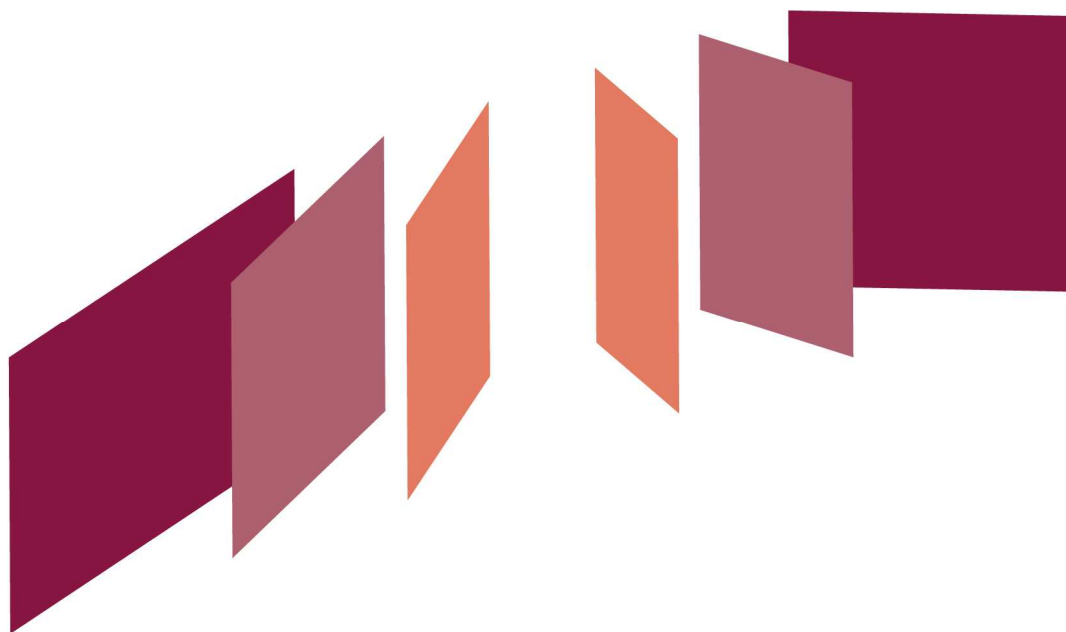


Quale ripresa dopo la recessione globale?

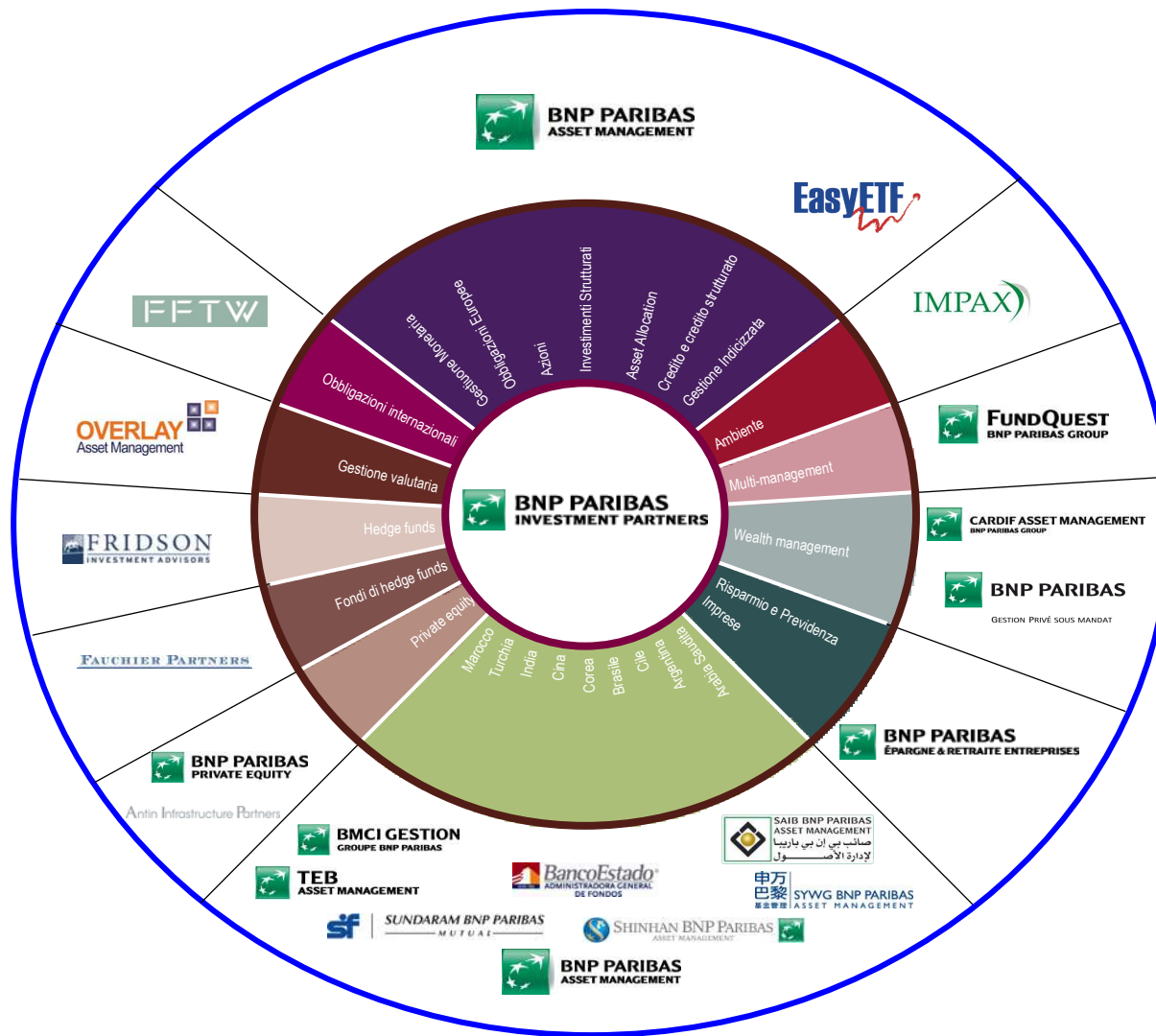


Manuela Maccia

Strategist

BNP Paribas AM SGR

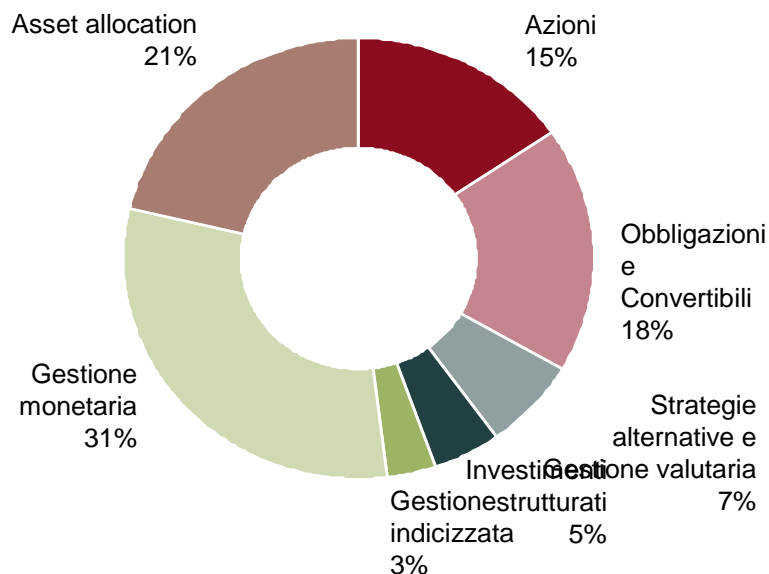
Tutte le innovazioni della gestione patrimoniale



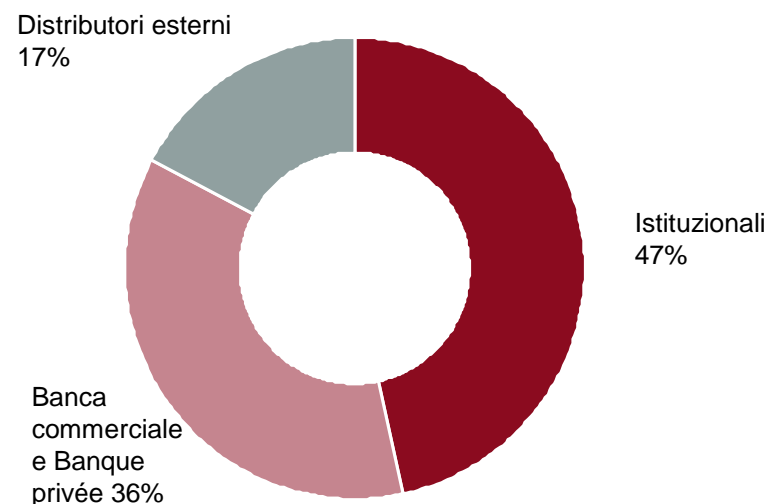
■ BNP Paribas Investment Partners

- Attivi gestiti: **325 miliardi di euro***
- Presenza internazionale: **2384 collaboratori in 33 paesi**
- Potenza finanziaria: **membro del Gruppo BNP Paribas**

Ripartizione per classe di attivi **



Ripartizione per tipologia di clientela **



Fonte: BNP Paribas Asset Management al 31 marzo 2009

* Compresi gli attivi oggetto di consulenza.

** Esclusi gli attivi oggetto di consulenza

Il sistema finanziario ha evitato il collasso

- Il forte impegno a supportare le banche con immissioni di liquidità, la garanzia statale sulle emissioni, le iniezioni di capitale (o addirittura le nazionalizzazioni), l'allentamento delle regole di mark-to-market,...
- Le autorità sembrano davvero aver fatti i passi in avanti giusti per risolvere il problema degli attivi tossici

L'economia mondiale ha interrotto il suo crollo verticale

- Con le politiche di QE le autorità monetarie hanno tagliato i tassi di interesse ben al di sotto delle aspettative
- Pacchetti fiscali significativi ovunque nel mondo

Il miglioramento congiunturale costituisce una protezione per gli attivi a rischio

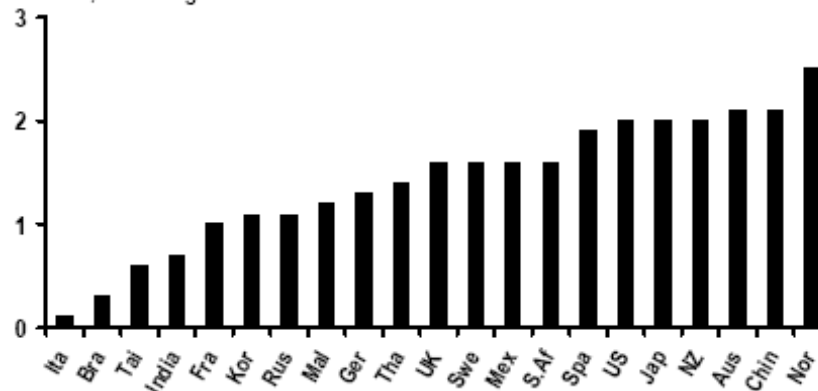
- Premio al rischio attraente per tutte le asset class rispetto al cash
- Minor volatilità, miglior liquidità e aumento della dispersione dei rendimenti

berlino 2009

Stimolo fiscale

Fiscal stimulus

% GDP; J.P. Morgan estimate for 2009



Volatilità azionaria USA (VIX index)



Fonte: Bloomberg

Ma la ripresa sarà lenta e sotto potenziale

■ Ancora rischi nel breve termine

- I risultati degli “stress test” delle banche USA sono appena stati resi noti senza per questo porre fine ai dubbi sul futuro degli attivi tossici
- L’aumento della disoccupazione continuerà e impatterà negativamente il consumo

■ Nel breve termine, miglioramento ciclico in corso

- Dopo il crollo alla fine del 2008, la flessione del deterioramento nei principali indicatori ciclici, inizialmente negli Stati Uniti ed in Cina, sta cominciando ad essere osservata anche nelle altre aree geografiche (effetti di catch-up ed effetti-base)

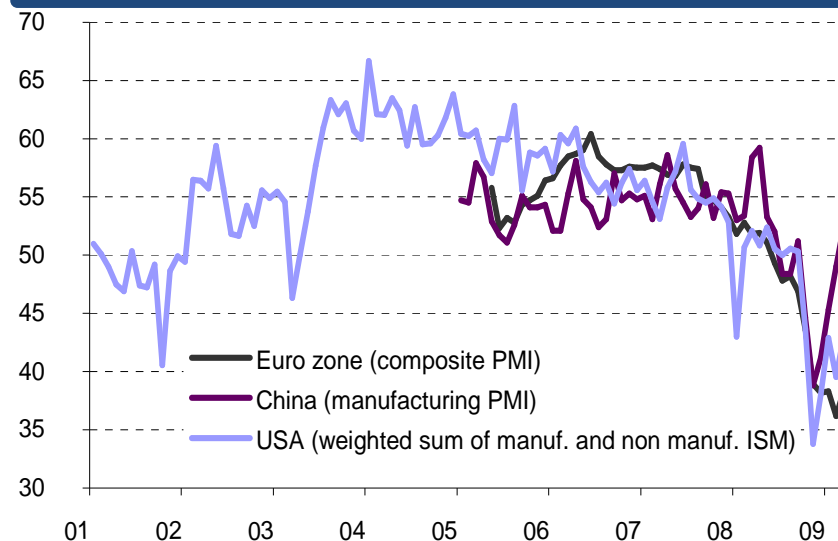
- Le scorte sono state ridotte in modo netto mentre i nuovi ordini sono in fase di recupero

■ Ma l’economia mondiale resta in contrazione e nel medio termine dovrà far fronte a difficoltà

- Deleveraging da parte di banche e consumatori (US/UK)
- Accesso al credito e domanda finale (consumo ed investimenti) miglioreranno in modo lento

berlino 2009

Conferma del rimbalzo delle inchieste PMI



Source: Bloomberg, Factset, BNPP AM

- Le politiche fiscali non potranno essere così espansive per lungo tempo, dato che i deficit stanno esplodendo
- La deflazione resta una minaccia per i prossimi mesi
- I tassi di interesse delle BC resteranno bassi per un lungo periodo

Previsioni del consensus su crescita e inflazione

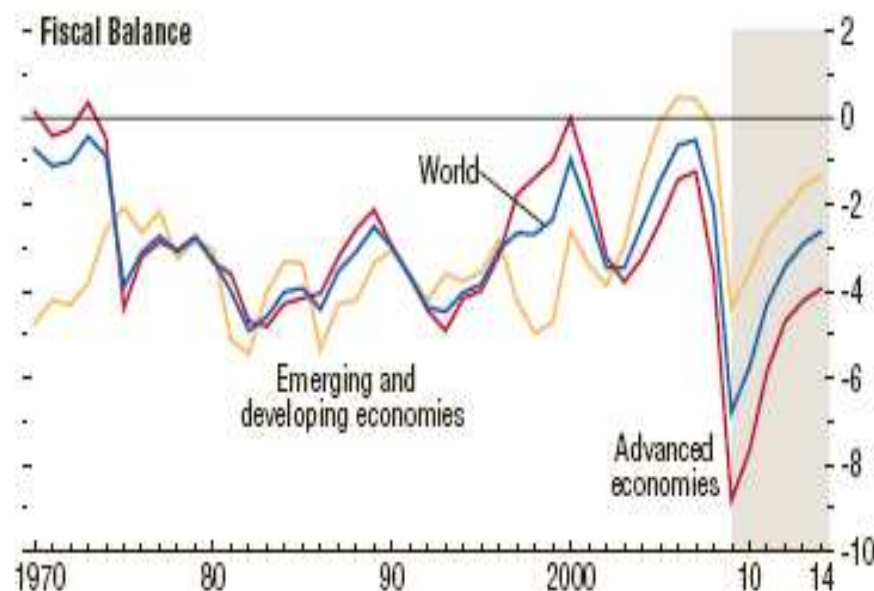
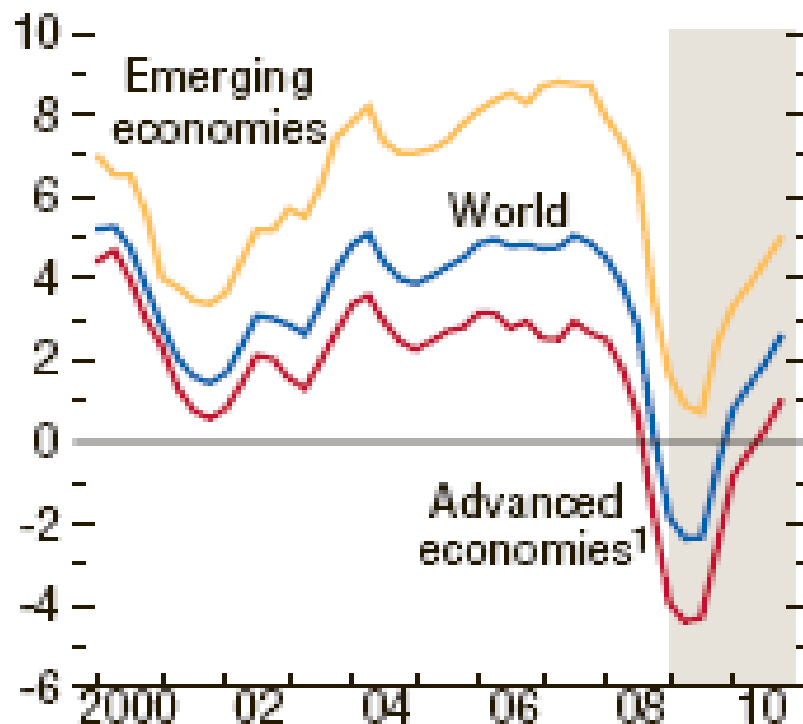
06/05/2009 M= Mean; H= High; L=Low	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %									
	2008	2009				2010				2008	2009				2010			
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M
Developed Economies																		
USA	1.3	-2.7	-1.6	-3.6	[-2.8]	1.8	3.5	-0.2	[1.7]	3.8	-0.7	0.5	-1.4	[-0.9]	1.6	3.2	0.4	[1.5]
Canada	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]
Developing Economies																		
China	9.0	7.0	8.0	5.5	[7.0]	8.3	9.6	7.0	[8.3]	6.1	-0.1	2.0	-1.1	[0.2]	1.6	3.2	0.8	[1.7]
India (FY09 & FY10)	9.0	5.1	6.3	3.8	[5.2]	6.8	8.0	5.5	n.a	8.1	5.2	6.5	4.0	[5.3]	5.2	6.6	3.9	n.a
South Korea	2.5	-3.8	-1.7	-10.1	[-3.0]	3.1	4.5	-0.1	[3.5]	4.7	2.1	3.3	-1.1	[1.9]	2.2	3.5	-0.9	[2.3]
Taiwan	1.2	-5.5	0.0	-9.3	[-4.9]	2.9	4.8	0.5	[2.9]	3.7	-1.0	0.8	-1.8	[-0.8]	0.7	2.1	-0.5	[0.9]
Argentina	7.0	-1.3	2.0	-5.3	[-0.7]	1.7	3.8	-1.9	[2.0]	7.2	6.7	7.5	5.9	[6.7]	7.9	10.3	5.8	[8.0]
Brazil	5.1	-0.6	0.9	-4.5	[-0.1]	2.9	4.4	0.5	[2.9]	5.9	4.1	4.6	3.0	[4.3]	4.2	4.6	3.7	[4.3]
Mexico	1.3	-3.7	-2.0	-5.0	[-2.8]	1.6	3.0	-0.8	[2.0]	6.5	4.3	5.6	2.9	[4.1]	3.7	5.2	2.8	[3.7]
Poland	4.8	0.1	1.5	-3.0	[0.3]	1.9	3.0	-0.5	[2.0]	4.2	2.8	3.1	2.5	[2.7]	2.2	2.9	1.4	[2.3]
Russia	5.9	-2.9	0.0	-5.5	[-1.5]	2.2	3.8	0.0	[2.5]	13.3	12.1	14.7	9.0	[12.6]	9.9	14.5	7.4	[9.8]
Turkey	1.1	-4.2	-2.4	-7.0	[-3.3]	2.7	4.6	0.0	[2.8]	10.4	6.8	7.5	6.0	[6.9]	6.7	8.3	4.1	[6.6]

Source: Consensus Forecasts as of 14/04/2009; Asia Pacific as of 14/04/2009; Latin American as of 20/04/2009; Eastern European as of 20/04/2009

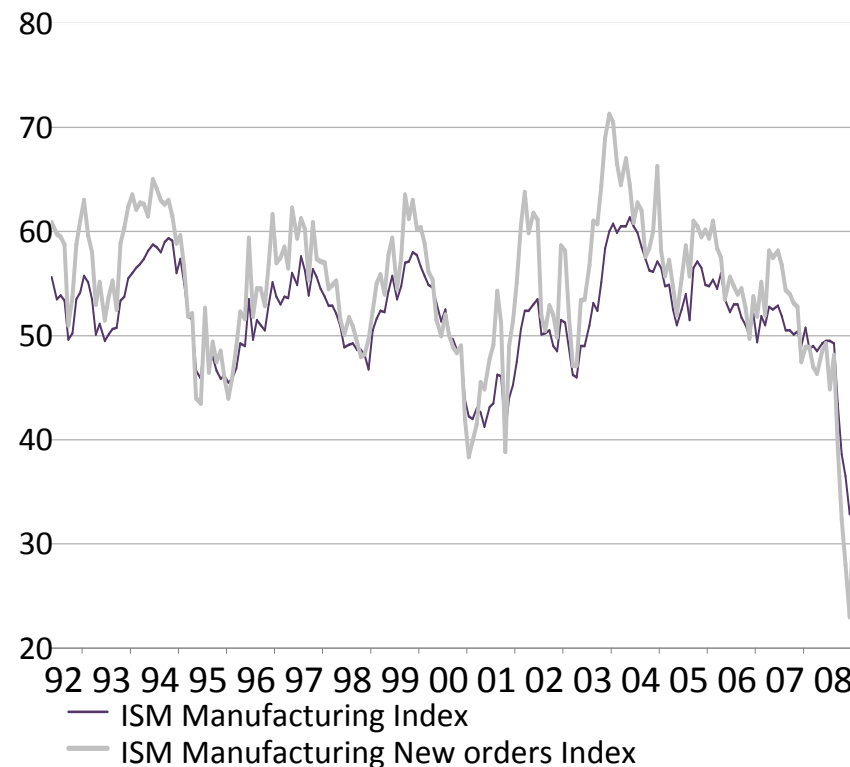
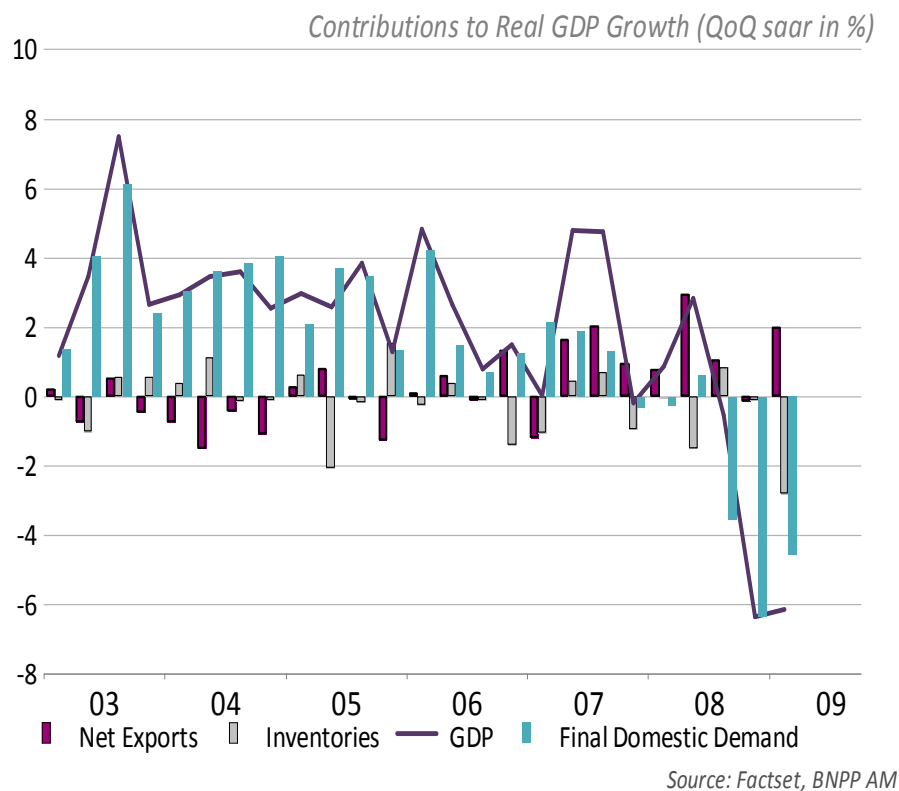
World Economic Outlook FMI (Aprile 2009) – previsioni sempre più negative per il 2009

“Si prevede che l’economia mondiale affronti una profonda e prolungata recessione nel 2009 con un ritorno della crescita ad un ritmo graduale nel 2010 sulla base delle forti azioni politiche. Si prevede che un grande numero di economie avanzate ed emergenti soffra di contrazioni significative dell’attività economica nel 2009”.

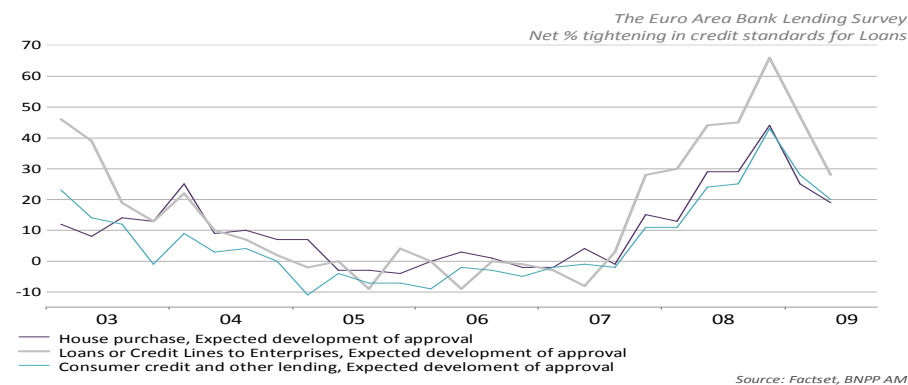
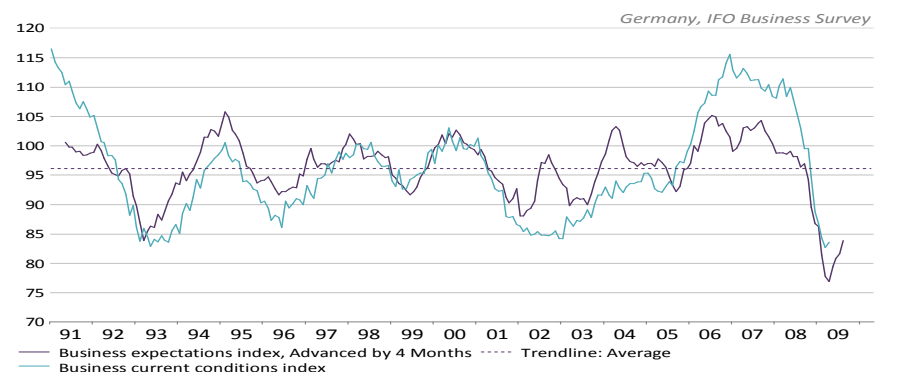
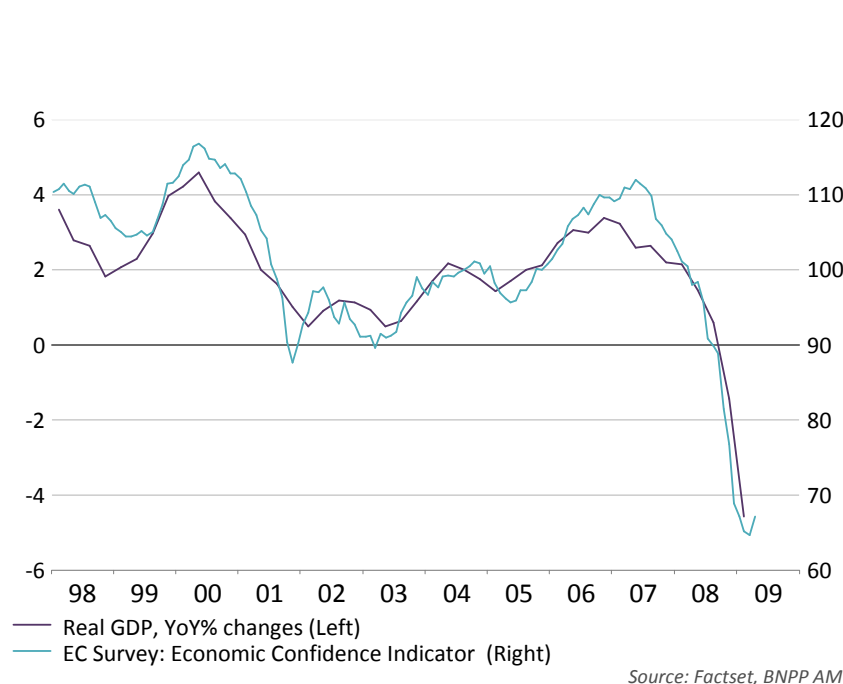
Una risposta a questa crisi è rappresentata dalla portata dei pacchetti fiscali, che non si vedeva dagli anni 70.



Potete crederci oppure no, ma il ritmo di contrazione del PIL sta rallentando

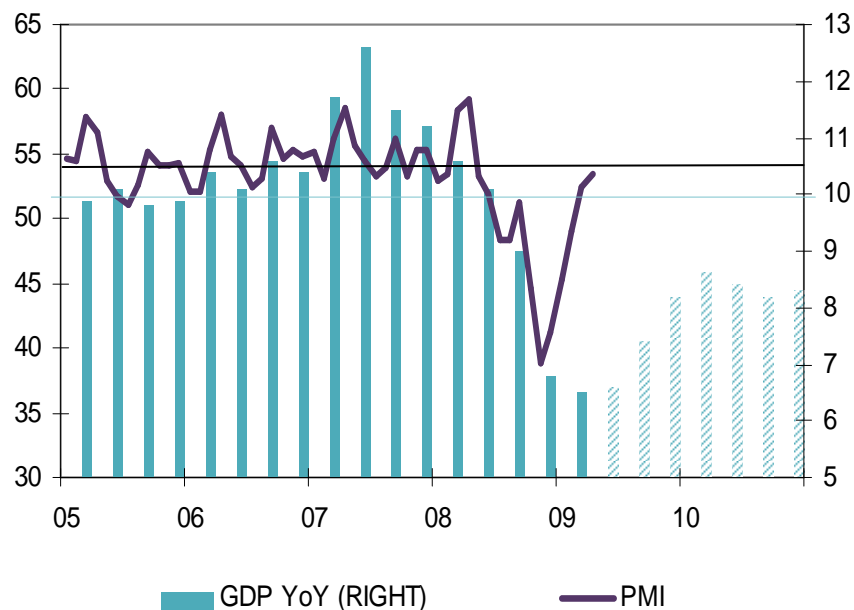


Il miglioramento della fiducia delle imprese indica una svolta nel ciclo, ma anche qui la ripresa economica rischia di essere lenta

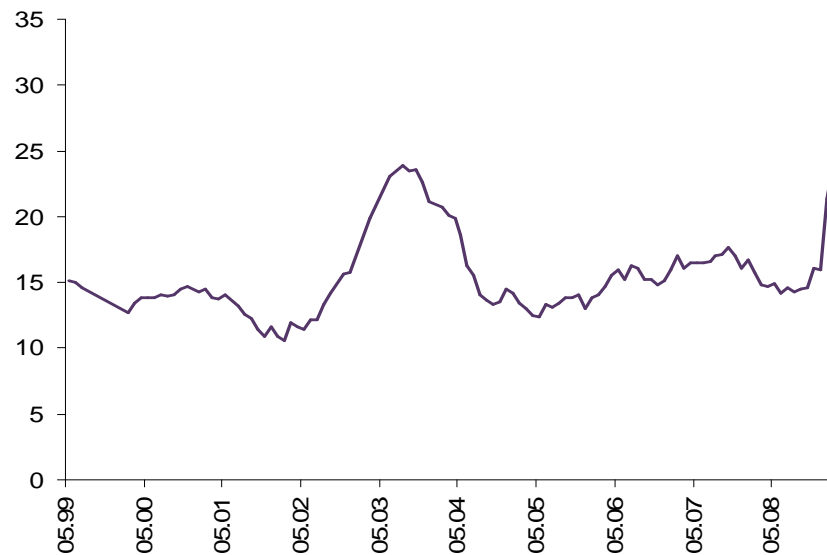


La ripresa cinese è diffusa e sta guadagnando slancio

PMI già in fase di espansione



Impennata dei prestiti in Cina (a/a in %)



- Il recente aumento dei tassi di interesse a media e lunga scadenza è avvenuto in concomitanza con il rally degli attivi rischiosi.
- La stabilizzazione di alcuni indicatori avanzati e di fiducia dovrebbe portare ad una diminuzione delle pressioni ribassiste sui rendimenti...
- ...ma l'attuale e la futura crescita sotto potenziale, unita a politiche di QE, dovrebbero limitare aumenti significativi.
- In conclusione, i rendimenti nel breve periodo dovrebbero muoversi in un intervallo ampio. Di conseguenza, manteniamo una **posizione tattica di neutralità con una preferenza relativa per le obbligazioni della Zona Euro.**
- Manteniamo anche la **nostra posizione positiva sulle obbligazioni IG**, dove continuiamo a pensare che ci sia valore nel medio termine, anche se prevediamo molta "volatilità" nel breve periodo.
- Riduciamo il **peso, che diventa negativo, sulle obbligazioni HY** dato che il rally recente ha portato troppo ottimismo su questo mercato dove il grosso dei default deve ancora avvenire.

berlino 2009

Interest Rate Projections : Major Markets

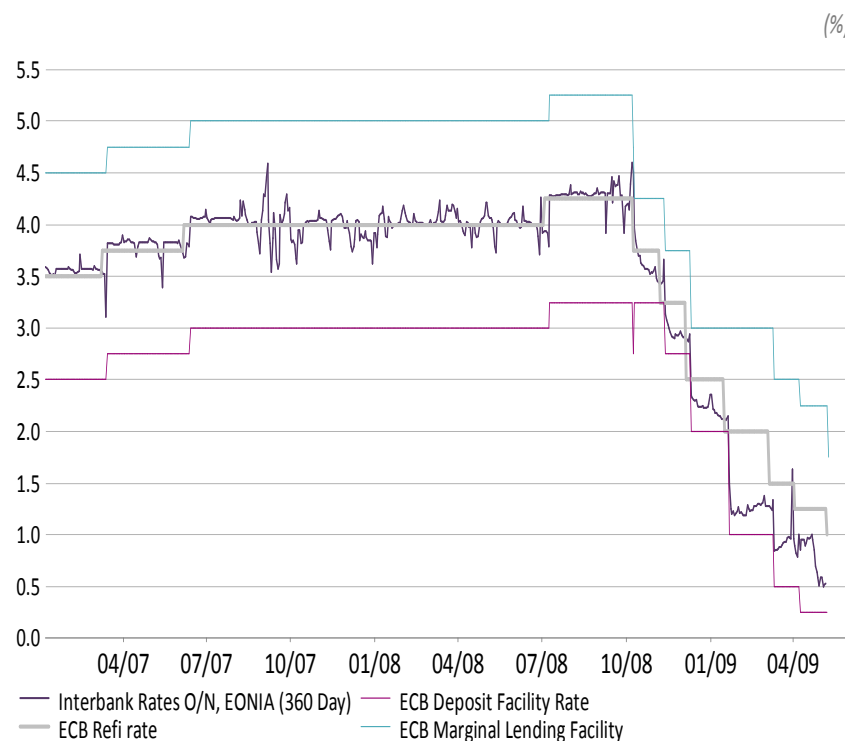
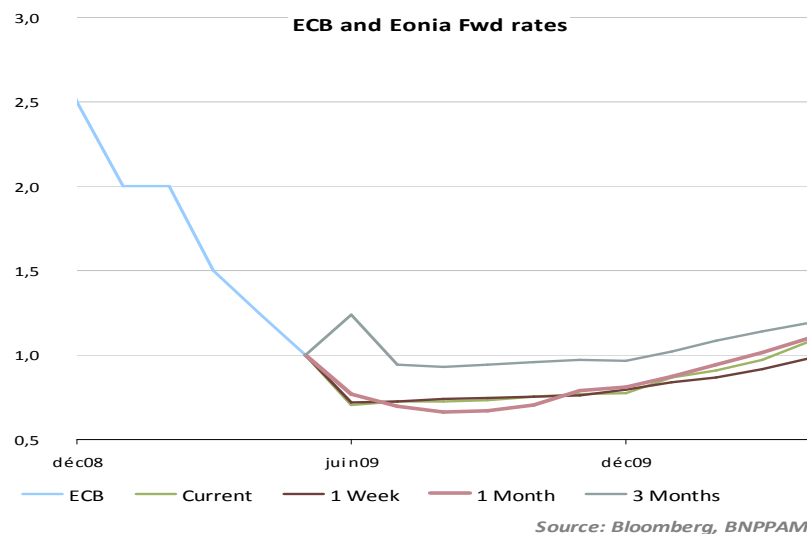
		% End of Period					
		2008	Current	2Q 09	3Q 09	4Q 09	1Q 10
US	Fed Funds	0 / 0.25	0/0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25	0.00 - 0.25
	10Y Treasury	2.22	3.16	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25	3.00 - 3.50	3.25 - 3.75
EU	Refi Rate	2.50	1.25	1.00	1.00	1.00	1.00
	10Y Bund	2.95	3.25	2.75 - 3.25	2.75 - 3.25	2.75 - 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

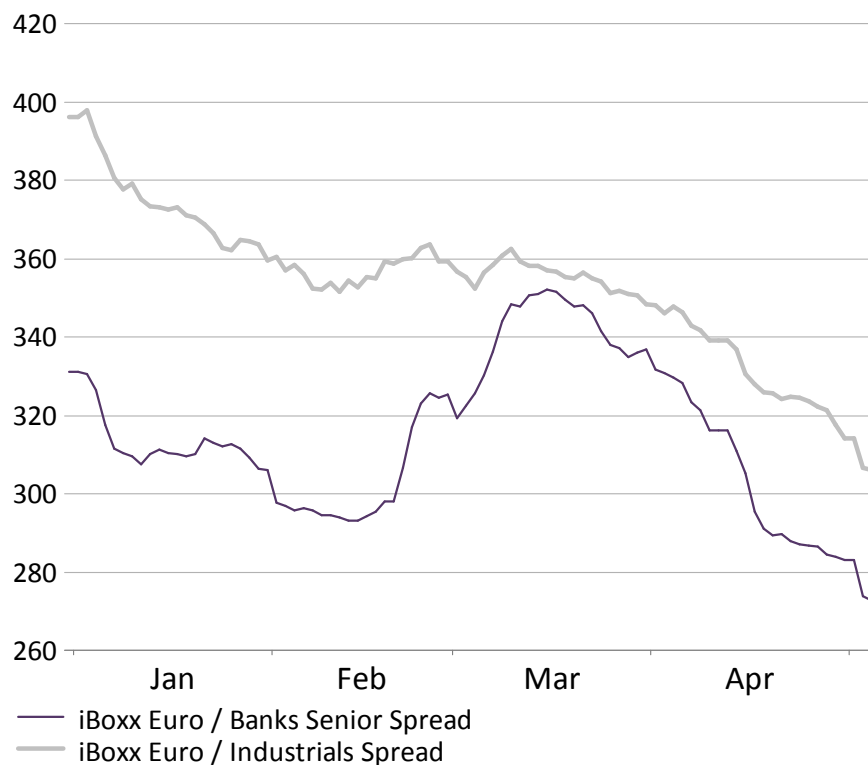
BCE: non si possono escludere nuovi passi verso misure non convenzionali ed altri tagli dei tassi di interesse

Operation	Announcement date	Maturity date	Maturity
One-year LTRO	Tuesday, 23 June 2009	Thursday, 1 July 2010	12 months
One-year LTRO	Tuesday, 29 September 2009	Thursday, 30 September 2010	12 months
One-year LTRO	Tuesday, 15 December 2009	Thursday, 23 December 2010	12 months

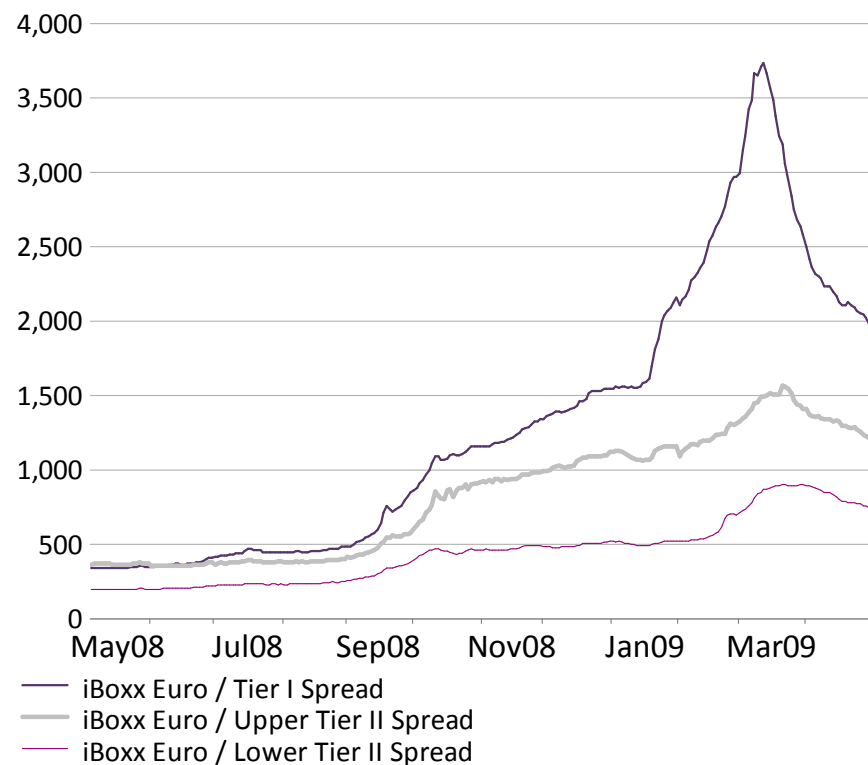
Source: ECB



Ancora valore nel medio termine

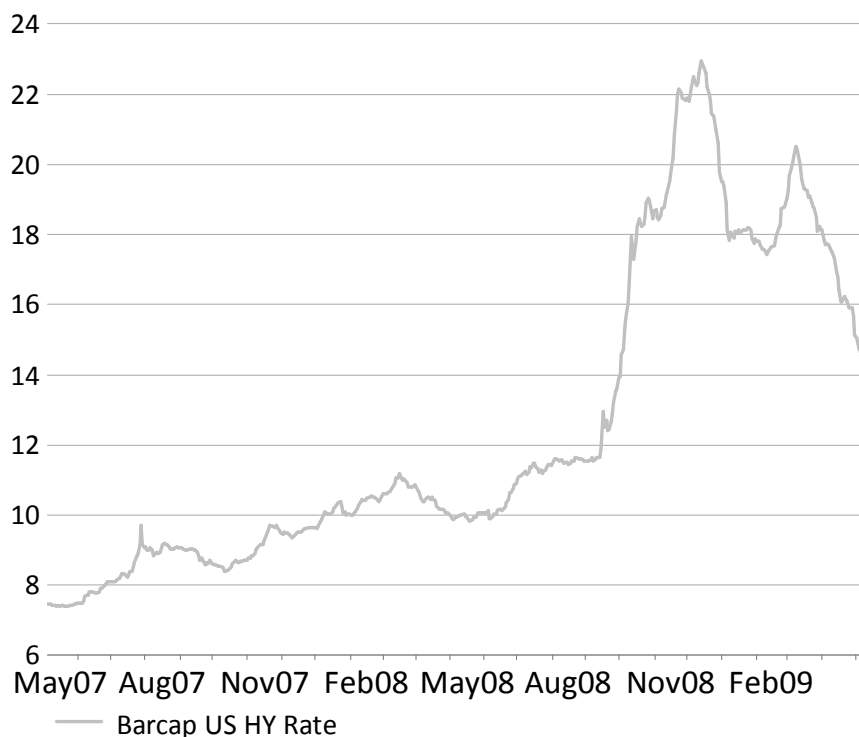


Source: Factset, BNPPAM

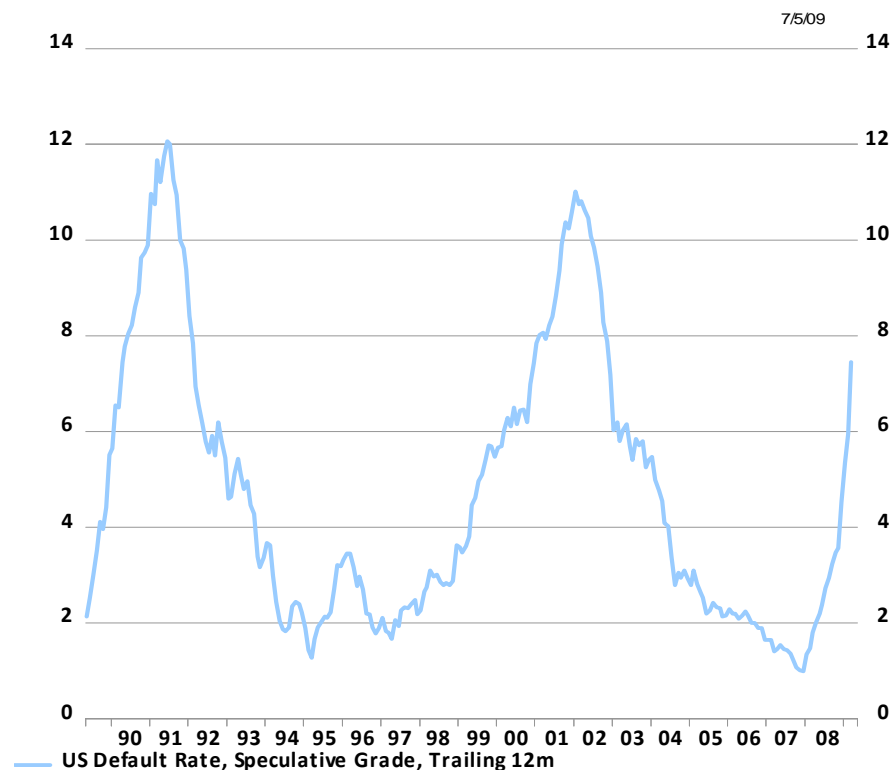


Source: Factset, BNPPAM

Il rally degli HY è stato eccessivo, i default devono ancora arrivare...



Source: Factset, BNPPAM

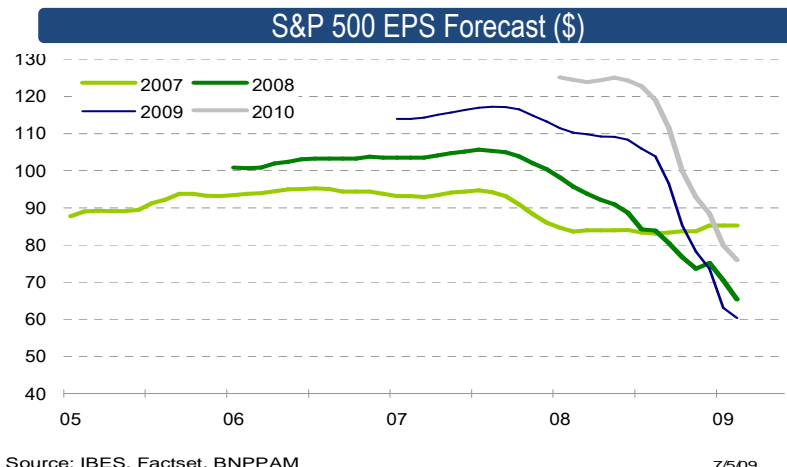


Source: Thomson Datastream

Fine del bear market \neq Inizio del bull market

- **Probabilmente i minimi sono stati toccati a marzo**
- Ipervenduto ed eccesso di pessimismo nel T1 (rischio che la recessione diventi depressione)
- Repricing del rischio di uno scenario “solo di recessione”
- Il rally da marzo è stato supportato dal miglioramento (minor deterioramento) negli indicatori correnti e prospettici oltre che dall’allentamento della crisi del credito (CDS, spread mercato interbancario, stress test...)
- Inizio del recupero degli attivi a rischio
- **La redditività delle imprese ed i loro bilanci resteranno sotto pressione**
- Il ritmo di revisioni ribassiste degli EPS rallenta
- Tuttavia minori profitti e margini, condizioni di credito sempre difficili, de-leveraging sia dei consumatori sia delle imprese continueranno a creare pressioni ribassiste sulla redditività delle imprese
- **Valutazioni prossime a livelli neutrali**

berlino 2009



I grafici mostrano che ci stiamo approssimando a livelli critici

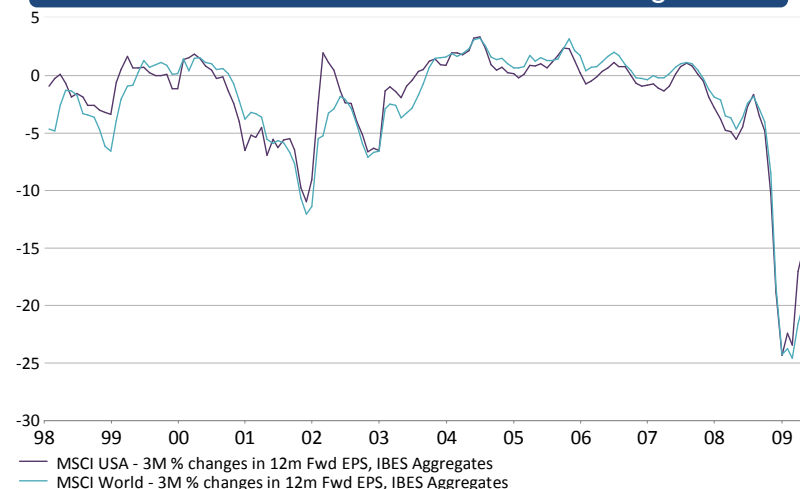
L'S&P 500 è attualmente prossimo a livelli critici (200d MAV) ed al livello psicologico dei 1000 punti



▪ **Neutrali/leggermente positivi su USA e Giappone**

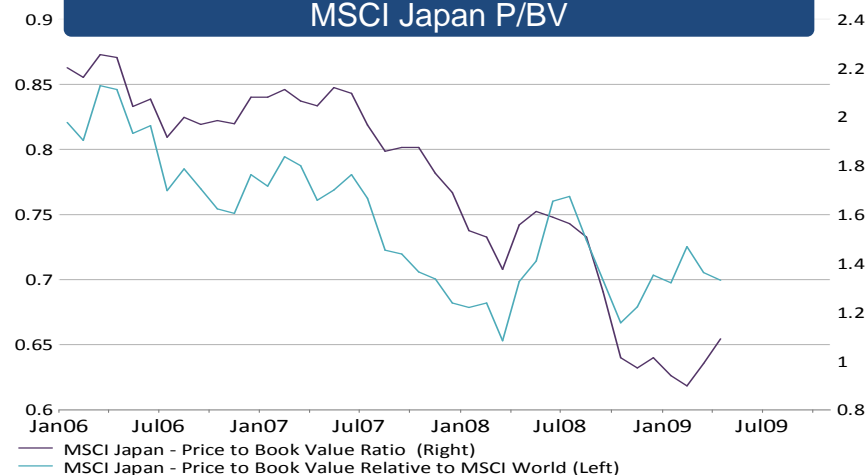
- **USA:** stimolo fiscale e monetario massiccio. Rimbalzo nelle revisioni EPS a 3 mesi e flessibilità del mercato del lavoro (aggiustamento costi veloce) ma valutazioni poco interessanti
- **Giappone:** il miglioramento delle economie asiatiche (soprattutto Cina) ed i « semafori verdi » dagli USA favorevoli a questo mercato altamente ciclico. Yen debole e valutazioni interessanti (P/BV prossimo a 1)
- **Zona euro:** Nonostante valutazioni attraenti restiamo prudenti sui mercati della zona euro dove le risposte in termini di politiche monetarie e fiscali sono state molto più deboli. La rigidità del mercato del lavoro e l'euro forte peseranno sui margini e sugli utili delle imprese.

S&P 500 12 m Fwd EPS 3M % change



Source: Factset, BNPP AM

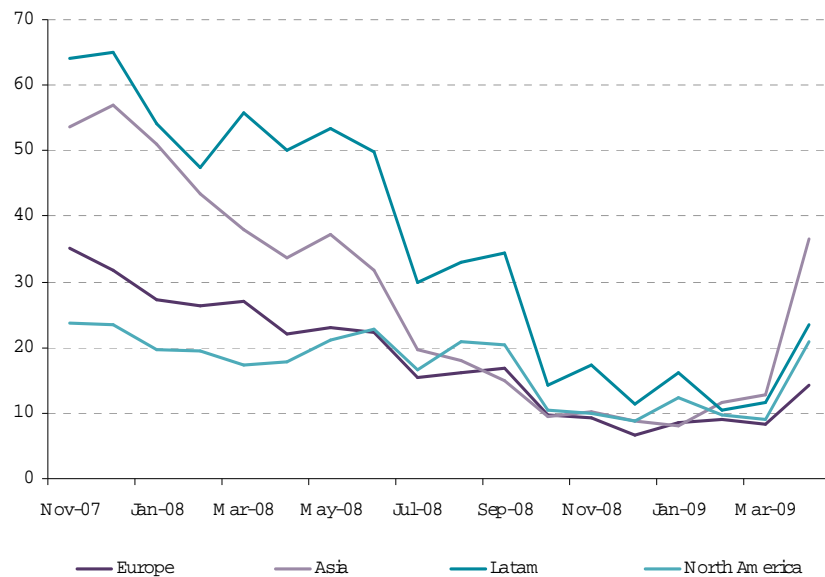
MSCI Japan P/BV



Source: Factset, IBES, BNPP AM

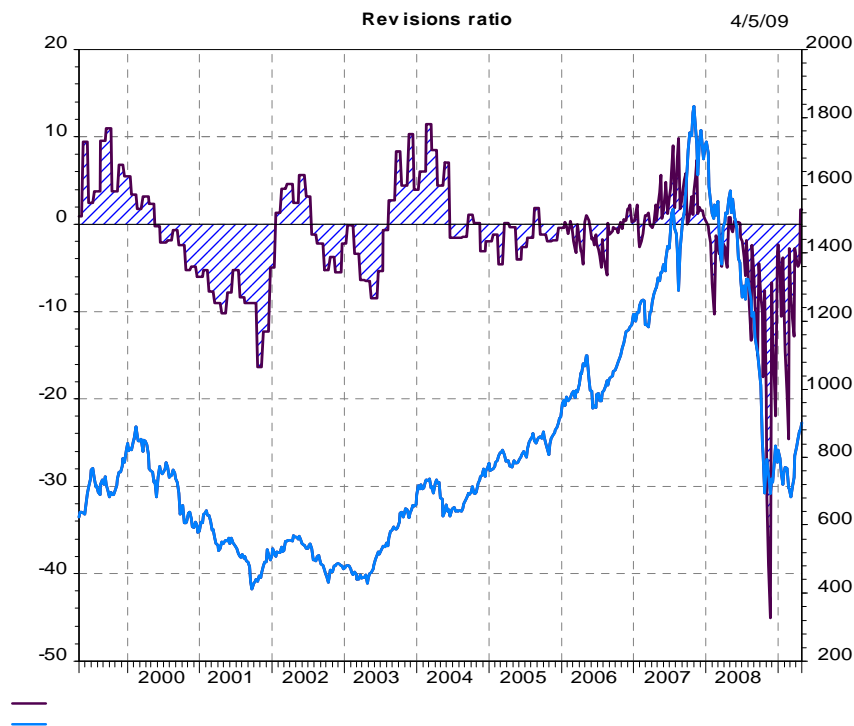
Preferenza relativa per le aree emergenti, in particolare quella asiatica

Forti flussi di fondi sui mercati emergenti e l'Asia è il grande vincente



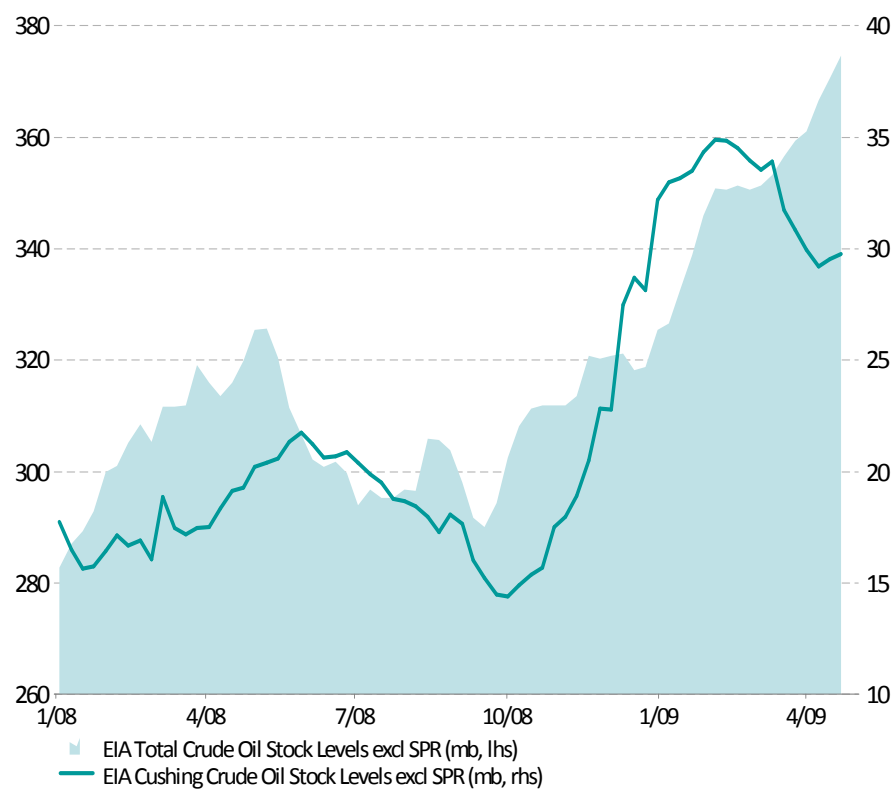
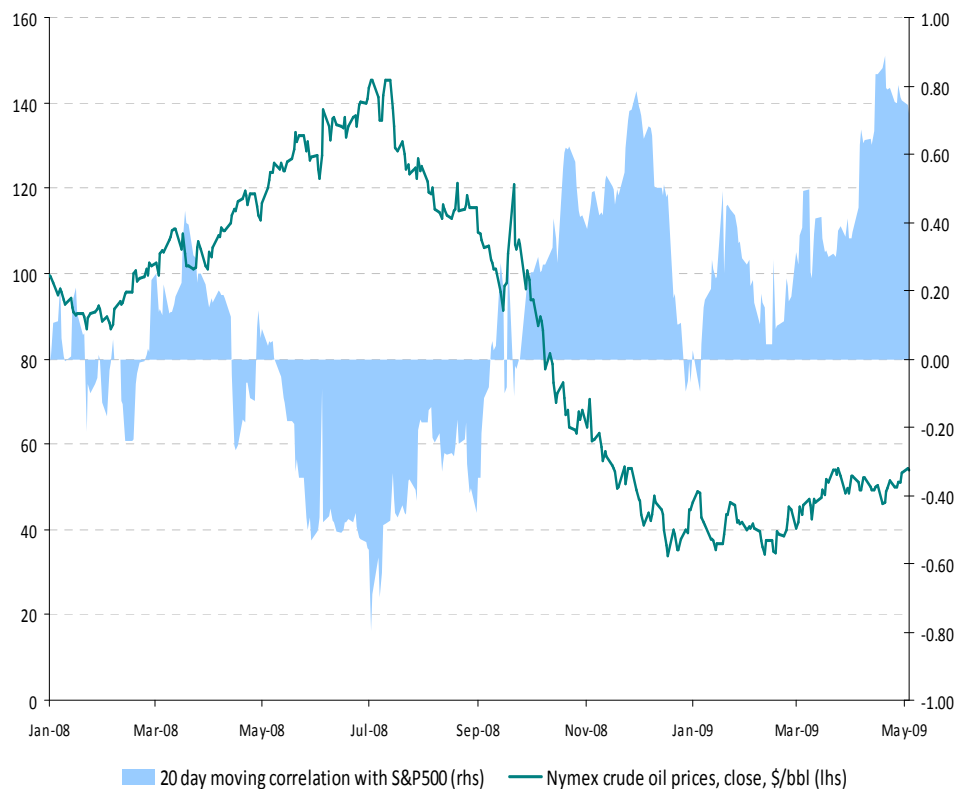
Bloomberg Professional regional economic confidence

Asia: Atra le prime regioni a mostrare revisioni degli utili orientate positivamente



Source: DATASTREAM

Petrolio: la fiducia sta ritornando man mano che aumenta l'appetito per il rischio



Source: Factset, BNPPAM

Un efficiente strumento di diversificazione

- L'inelasticità della domanda per le materie prime agricole le posiziona come una scelta difensiva in uno scenario economico incerto
- Due proprietà delle materie prime agricole da un punto di vista storico:
 - **Bassa correlazione con equity e bonds***
 - correlazione DJ AIG Agriculture / Citygroup WGBI all maturity Index (Dec 1998 – Dec 2008): -0.28
 - correlazione DJ AIG Agriculture / MSCI All Countries World (Nov 1998 – Nov 2008): 0.28
 - **Buon hedge contro i rischi di inflazione**

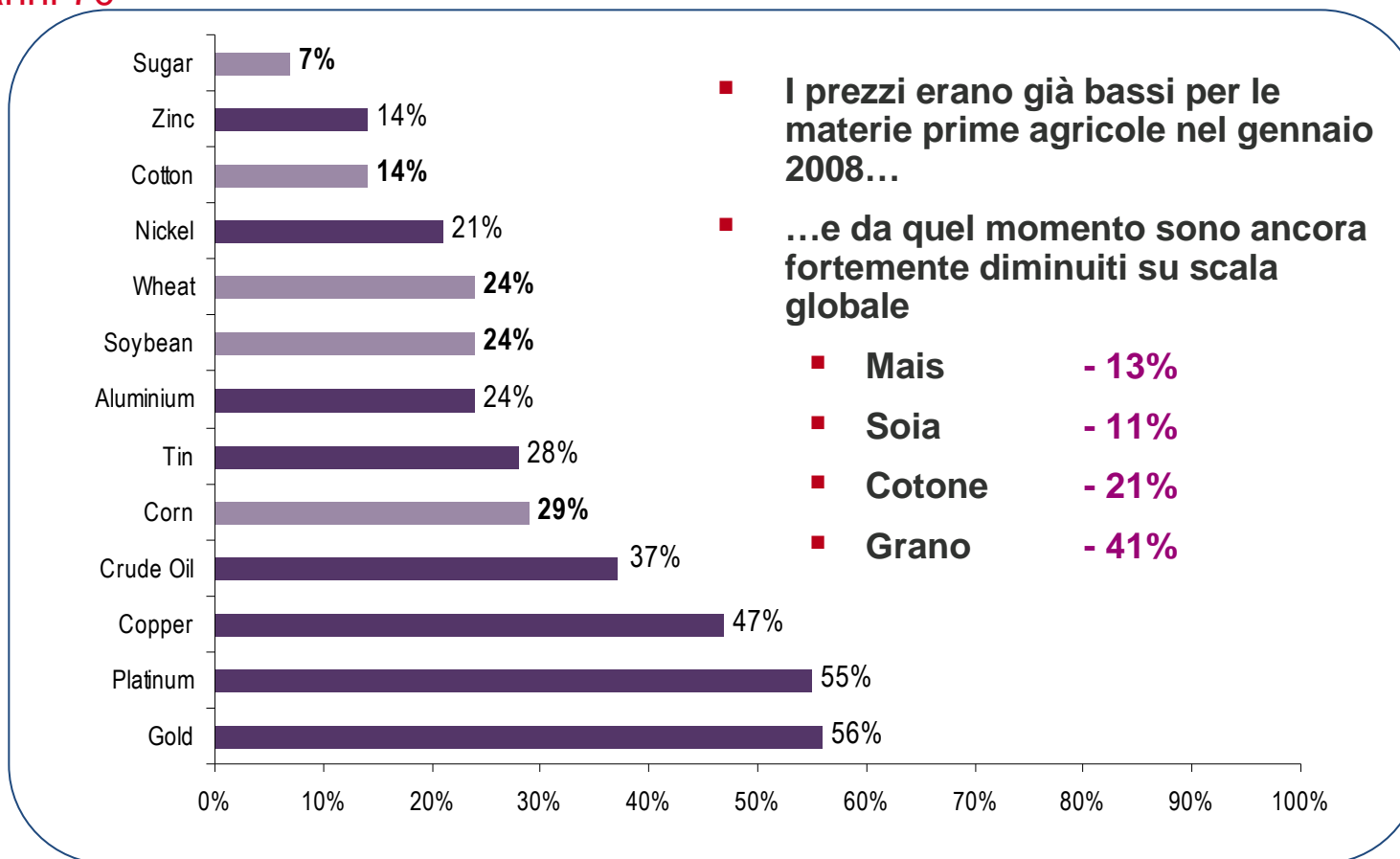
Andamento dell'indice S&P Goldman Sachs Agriculture & Livestock negli anni 70



Fonte: Bloomberg:
 Correlazioni -
 dicembre 2008
 Grafico – maggio 2009

Prezzi storicamente bassi = opportunità d'investimento

Prezzi deflazionati delle principali materie prime agricole rispetto ai livelli più alti registrati negli anni 70



Questo grafico deve essere interpretato nella maniera seguente: lo zucchero (Sugar) è soltanto al 7% rispetto al suo massimo storico (quindi ha un potenziale di rialzo del 93% rispetto al suo massimo storico)

Un mercato con inevitabili tensioni domanda-offerta nel medio-lungo periodo

- Una domanda di prodotti agricoli sostenuta da 3 elementi (3F):
 - FOOD: aumento della popolazione globale (x 2 in 30 anni)
 - FEED: « effetto moltiplicatore » sulla domanda di proteine vegetali dovuto all'aumento della ricchezza nei paesi emergenti
 - FUEL: effetto di rimpiazzo dell'energia fossile. Crescita della produzione di bio-energie legata a vari olii vegetali (olio di soia e di palma utilizzati nella produzione di biodiesel), ad alcuni tipi di cereali e soft commodities (il grano, il mais, lo zucchero per la produzione di etanolo).
- Un'offerta sempre più fragile
 - Impatti puntuali dovuti ai cambiamenti climatici e rischi nel lungo periodo
 - Riduzione delle terre arabili dovuto all'esodo rurale
 - Erosione del suolo, diminuzione dei guadagni di produttività.
- Stock agricoli ai minimi storici
 - Gli stock di grano sono a 70 giorni di consumo contro una media superiore ai 108 giorni negli ultimi 50 anni
 - Le quote e le terre coltivate in Europa sono state sospese della PAC (Politica agricola comune) a causa degli stock agricoli ai minimi storici.

Fonte: BNP Paribas Asset Management

- Preferenza per attivi che offrono un «carry» interessante, con rischio contenuto ⇒ la garanzia del Governo rappresenta un *plus*
- Positivi sui mercati del reddito fisso (rispetto al *cash*) ⇒ Investment Grade Corporate Bonds
- Neutrali sui mercati azionari, con una preferenza relativa per le azioni emergenti
- Attivi di diversificazione ⇒ materie prime agricole

