









Asset Allocation

EQUITY MARKET	
Short-Term	Long-Term
	
<p>I giudizi legati a mercato azionario restano improntati alla neutralità, in un momento di incertezza per i mercati azionari globali. Il primo semestre del 2010 si è chiuso con i listini azionari europei in territorio negativo, se si eccettua la Borsa tedesca, mentre i listini azionari americani sono riusciti a mettere a segno una timida outperformance, arretrando in rosso pur tuttavia nella seconda parte del primo semestre a seguito del rafforzamento del dollaro e di dati immobiliari meno convincenti. Le borse legate ai BRIC-countries (Brasile, Russia, India e Cina), hanno nel complesso outperformato rispetto a quelle europee. Per quanto i mercati azionari siano di fatto correlati, gli opportuni distinguo geografici finiscono col produrre performance diverse, soprattutto per coloro che operano a cambi scoperti. Sui mercati azionari a contrastarne gli eventuali movimenti al rialzo risultano diversi fattori prevalentemente collegati alle economie occidentalizzate: il sovereign-risk legato agli squilibri fiscali degli stati, le masse debitorie complessive che si sono formate a-latere del divenire ciclico micro-macro, la deflattiva forza del dollaro in relazione all'economia americana, la bassa capacità di trasmissione a valle del mercato del credito, in un contesto di bassa velocità di circolazione della moneta. Tutti questi fattori concorrono a creare un outlook sul mercato del lavoro all'insegna della debolezza. Daltrò canto a questi fattori avversi si contrappongono variabili propulsive: la crescita legata alle economie periferiche, la possibile rivalutazione della divisa cinese contro dollaro, i bassi tassi d'interesse sui mercati monetari di rilievo internazionale, il possibile futuro utilizzo di manovre keynesiane espansive. La situazione resta tesa nella Euro-Zone, dove le nazioni periferiche, i cosiddetti PIGS (Portogallo, Irlanda, Grecia e Spagna), hanno dovuto intraprendere misure di riequilibrio fiscale che rischiano di alimentare lo scenario recessivo-deflattivo. Si tratta di paesi i cui sovereign-ratings sono stati tagliati dalle diverse agenzie di rating internazionali. Le tensioni sui debiti governativi restano dietro l'angolo, visto che le manovre di supporto keynesiane hanno da un lato favorito il ciclo economico privato, ma dall'altro hanno traslato i rischi sui bilanci governativi, creando la necessità di una maggiore austerità per ripianare le esposizioni debitorie. I ratios di deficit/GDP e di debito/GDP sono in ascesa in tutte le aree mature: nell'ambito del G-20 i paesi si sono impegnati a dimezzare i ratios di deficit/GDP entro il 2013 e ad azzerarli entro il 2016. Nel frattempo nella Zona Euro nel corso dell'ultima ottava c'è stato il conto alla rovescia per l'esito degli stress test sulle banche europee che contempono oscillazioni anche dei valori di bond-market governativi, previsto nel pomeriggio di venerdì 23 dopo la chiusura dei mercati europei. L'interventismo monetario-keynesiano governativo ha consentito alle quotazioni azionarie di scampare al pericolo di deflazione da depressione in stile 1929. Nonostante non si possa trascurare il rischio sistemico legato ai debiti sovrani a cui si collegano le sorti dei sistemi bancari, i fondamentali in cui si snoda il movimento dei mercati azionari appaiono più costruttivi rispetto al passato su molti fronti, salvo per quei paesi che saranno costretti a tagliare la spesa pubblica per riequilibrare i conti fiscali, sposando maggiore austerità. In attesa che i segnali di ripresa eventualmente riescano ad amplificarsi, sul mercato vige la percezione che se gli stimoli monetari fossero sottratti al sistema economico i mercati azionari potrebbero ritornare a soffrire in modo determinante.</p>	
BOND MARKET	
Short-Term	Long-Term
	
<p>La maggiore neutralità sposata sul mercato dei titoli di stato deriva dagli accadimenti di mercato di questo 2010, con i bonds governativi europei che finora hanno viaggiato a duplice velocità. Alla positiva performance dei titoli di stato tedeschi si è contrapposta quella avversa dei titoli di stato non-tedeschi. La notizia relativa alla definizione di un piano di aiuti finanziari per un importo massimo di 750 Bln € ad opera di UE e IMF costituisce un newsflow importante, mentre diversi addetti ai lavori non escludono l'ipotesi di "ristrutturazione" dei debiti pubblici governativi, in casi ad esempio come quello della Grecia. A suddetto newsflow di recente si è aggiunto il divieto di vendite allo scoperto sui circuiti tedeschi dei titoli di stato europei imposto dalla Bafin tedesca. In campo internazionale e affrontando una logica più allargata, d'altro canto, la fluttuazione del bond-market deve in questa fase riflettere due dinamiche di fondo: il divenire micro-macro sottostante al ciclo con le annesse dinamiche dei prezzi da un lato, ed il rischio sistemico legato ai debiti sovrani delle varie nazioni dall'altro. Se il sovereign-risk al momento debba essere percepito come una "wild-card" (variabile incalcolabile), i cui impatti sulle quotazioni obbligazionarie sarebbero di difficile quantificazione, il divenire ciclico globale, appare migliore e più tonico rispetto al passato, seppure con i doverosi distinguo geografici. Fino alla fine del 2009 la percezione di deflazione e di depressione ha contribuito a sostenere la classe obbligazionaria su tutti i fronti in modo strenuo, portandola in molti casi in prossimità di livelli grafici molto elevati, per poi rientrare per via delle espansioni delle basi monetarie. Attualmente però la percezione di ritorno alla deflazione, la cui valvola principale è data dal dollaro, sta consentendo ai titoli di stato anche americani di ritornare ad apprezzarsi. In Europa tale percezione appare in termini macro più sponibile alla luce del riequilibrio fiscale delle aree periferiche, costrette in alcuni casi a muoversi in recessione anche nel 2010, come in Grecia e Spagna. A dettare gli andamenti dei titoli di stato dei paesi è lo stato di salute degli stessi in termini di posizioni finanziarie nette, in un frangente in cui gli stati riusciranno a finanziare i propri debiti pubblici in base alla loro forza finanziario-economica internazionale. Il 2010 presenta condizioni di fondo tali da far presagire non più un price-action solido e granitico secondo quanto visto nel periodo di acuto credit-crunch per i mercati obbligazionari a livello complessivo, ma tendenze di natura differente nelle diverse aree geografiche a seconda dei rischi sistemici specifici, salvo poi immaginare che alla fine le autorità politiche degli stati optino per un sostegno all'unisono delle classi obbligazionarie statali.</p>	
MONEY MARKET	
Short-Term	Long-Term
	
<p>Il giudizio relativo al mercato monetario resta positivo, alla luce non tanto degli aspetti teorici, quanto del fatto che suddetta asset-class possa essere utilizzata per smussare i profili di rischio dei portafogli, in presenza di possibili accelerazioni di volatilità delle altre classi d'investimento. Anche in presenza di rischi sistemici di una certa entità, la prospettiva legata al potere di espansione delle basi monetarie in caso di crisi riduce di molto i profili di rischio del money-market. D'altro canto però la classe monetaria non offre rendimenti esaltanti, avendo scarsa remuneratività al momento. Tuttavia la classe beneficia della sua tradizionale scarsa volatilità, potenzialmente minata dall'ascesa eventuale delle temperature di sovereign-risk calmierabili in diversi casi mediante espansione delle basi monetarie.</p>	
CORPORATE BOND MARKET	
Short-Term	Long-Term
	
<p>Il corporate bond market si accinge ad entrare nel secondo semestre del 2010 con un certo grado di tensione. Il mercato dei corporate-bonds snoda la sua fluttuazione a-latere di quella dei government-bonds, relativamente ai quali sono salite di recente le temperature di sovereign-risks. L'attivismo keynesiano delle nazioni occidentalizzate ha spostato parte dei rischi finanziari dalle aree societarie a quelle statali. L'ascesa delle masse di debito pubblico crea maggiori tensioni sul mercato del credito, interessando anche il corporate bond market. I credit-spreads pur essendosi contratti dai massimi storici restano oggetto di pericoli di allargamento. Gli interventi di tutti i governi e delle banche centrali del mondo hanno come obiettivo principale quello di restituire serenità al credit-risk, al mercato interbancario e a quello corporate. Trattasi comunque di una classe che presenta il problema della scarsa liquidità del mercato nei momenti di fluttuazione avversa.</p>	