



# Strategia d'investimento

## Novembre 2011



<b>ASSET ALLOCATION</b> .....	2
<b>PROSPETTIVE ECONOMICHE</b> .....	3
PUNTO DI VISTA .....	3
MERCATI INDUSTRIALIZZATI .....	4
ZONE EMERGENTI .....	5
<b>MERCATI OBBLIGAZIONARI</b> .....	6
TITOLI DI STATO .....	6
CREDITO IG E HY .....	7
DEBITO EMERGENTE.....	8
<b>MERCATO DEI CAMBI</b> .....	9
<b>MERCATI AZIONARI</b> .....	10
MERCATI INDUSTRIALIZZATI .....	10
MERCATI EMERGENTI .....	12
<b>STRATEGIE ALTERNATIVE</b> .....	14
MATERIE PRIME.....	14

### La crisi nella zona euro resta protagonista della scena

Nonostante il vertice del 26 ottobre e l'annuncio di misure destinate ad affrontare la crisi, la zona euro continua a preoccupare e ad occupare il primo posto tra le inquietudini dei mercati. Non pensiamo che sussistano ancora tutte le condizioni necessarie per porre fine alla crisi. A nostro parere, la situazione potrà stabilizzarsi solamente quando saranno identificati ed affrontati dall'UME i casi di insolvibilità (che comprendono la Grecia, ma anche, quantomeno, il Portogallo). Ad oggi, invece, questi paesi sembrano caduti in un circolo vizioso tra recessione, deficit e politica d'austerità: tenuto conto della forte recessione in atto, l'austerità non riduce i deficit. Occorrerà quindi che la zona euro li aiuti a rilanciare la loro economia e/o a ristrutturare nuovamente il debito in futuro, nonostante gli annunci di fine ottobre sulla Grecia. Un secondo stabilizzatore dovrebbe venire dall'introduzione di un acquirente di ultima istanza del debito pubblico per aiutare i paesi tecnicamente solvibili ma costretti ad affrontare un problema di liquidità. Poiché la BCE si rifiuta di svolgere questo ruolo (al di là degli acquisti temporanei) e alcuni paesi la appoggiano in questa scelta, occorrerà che il nuovo EFSF entri in funzione nelle prossime settimane per ridare visibilità ai paesi come l'Italia che hanno registrato un'impennata dei loro costi di finanziamento. Riteniamo, infine che più nel lungo termine sia necessario che l'Europa tracci una via verso una maggiore integrazione economica, per realizzare sistemi di trasferimenti tra paesi che rendano accettabili per tutti il fatto di condividere la stessa moneta. Le difficoltà politiche di questo obiettivo sono evidenti... Nel medio e lungo termine, queste trasformazioni ci sembrano possibili e permettono di prevedere una stabilizzazione della regione, ma la strada promette di restare difficile.

### Attenzione al rischio di "pro-ciclicità"

Al di là degli aspetti finanziari di questa crisi, la nostra prudenza si giustifica con la natura pro-ciclica della politica economica europea. Quando inizia una recessione, la zona euro punta su una maggiore austerità per corroborare la sua credibilità fiscale. Le misure di riduzione dei deficit subiscono quindi un'accelerazione (Italia, Francia...) e le banche sono indotte a ridurre le dimensioni del loro bilancio (con il rischio di restrizione del credito che accompagna questo movimento). È una scelta audace (vi sono pochissimi precedenti storici di politica pro-ciclica ad inizio di una recessione) e dovrebbe pesare fortemente sulla congiuntura nel 2012. È vero tuttavia che la politica monetaria diventa più espansiva con l'ultima riduzione dei tassi della BCE, con un trend che sembra destinato a confermarsi.

Fuori della zona euro il quadro è più sfumato: l'economia americana si stabilizza su un tasso di crescita debole ma positivo, e gli emergenti dovrebbero mantenere i loro tassi di crescita. Tenuto conto della natura dei rischi suscitati dalla crisi dell'UME in una fase in cui la crescita mondiale non presenta un forte dinamismo, riteniamo che lo scenario potrebbe restare difficile. Fino ad ora, i mercati azionari e l'euro hanno resistito relativamente bene al peggioramento delle obbligazioni «periferiche». Le tensioni finanziarie potrebbero tuttavia penalizzarle maggiormente, e non escludiamo nuovi minimi nei prossimi mesi qualora questioni come la solvibilità dell'Italia e le sue implicazioni finanziarie continuassero a preoccupare gli investitori. Le nostre raccomandazioni restano quindi simili a quelle di ottobre, con – tra le altre – una sottoponderazione delle azioni industrializzate e la ricerca di alternative.



## ASSET ALLOCATION

### Decisioni di allocazione

- Raccomandazioni negative sulle azioni industrializzate, e neutrali sulle azioni emergenti, che continuiamo a preferire.
- Quasi-neutralità sui titoli di Stato e sul credito. Aspettiamo una finestra per tornare sul debito emergente in valuta locale.

### Arbitraggio azioni industrializzate

- Consigliamo una sovraesposizione relativa principalmente al Giappone e alla Gran Bretagna e torniamo neutrali sugli Stati Uniti.
- Manteniamo una posizione negativa sulle azioni della zona euro.
- Posizione neutrale sulla Svizzera, sottoponderazione del Canada e dell'Australia.

### Arbitraggio azioni emergenti

- Immutata la preferenza per la Cina, e in misura minore per la Russia.
- Posizione neutrale su India, Corea e Sud Africa.
- Sottoponderazione della Turchia, di Taiwan e del Brasile (in diminuzione per quest'ultimo).

### Sintesi delle nostre raccomandazioni

#### ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

November 2011

##### MULTI-ASSET CLASS <sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>EQUITIES</b>			
Developed Equities	-0.10	-0.6%	-0.5%
Emerging Equities	0.07	0.2%	0.3%
<b>FIXED INCOME</b>			
Government Bonds	0.08	2.5%	3.1%
Investment Grade	-0.03	-0.9%	0.5%
High Yield	-0.08	-1.2%	1.3%
Emerging Debt	0.04	0.4%	-0.8%
Emerging Debt Local	0.04	0.5%	0.4%
<b>COMMODITIES</b>			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.3%
Base Metals	0.05	0.4%	0.9%
Gold	0.45	2.3%	2.2%
Agricultural	-0.03	-0.2%	-0.5%
Cash Euro		-3.3%	-6.8%
<b>Module Total</b>		<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>

##### PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.08%

##### EQUITY DEVELOPED COUNTRIES <sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>US</b>	<b>0.01</b>	<b>0.2%</b>	1.0%
Canada	-0.08	-2.0%	-2.9%
Euroland	-0.10	-2.8%	-2.5%
Japan	0.10	1.8%	2.3%
UK	0.11	4.0%	3.2%
Switzerland	0.05	1.6%	0.5%
Australia	-0.09	-2.8%	-1.5%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

##### BOND COUNTRIES SOVEREIGN <sup>1</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>US</b>	<b>-0.25</b>	<b>-16.0%</b>	0.0%
Euroland	0.13	8.3%	0.0%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.13	7.6%	0.0%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

##### EQUITY EMERGING COUNTRIES <sup>2</sup>

	Alpha	Current weight	Previous weight
<b>Brazil</b>	<b>-0.07</b>	<b>-0.5%</b>	-1.1%
China	0.27	1.8%	3.6%
India	0.06	0.4%	0.4%
South-Korea	0.00	0.0%	0.3%
Taiwan	-0.26	-1.7%	-3.2%
Russia	0.23	1.1%	1.7%
South Africa	-0.01	-0.1%	0.1%
Turkey	-0.23	-1.0%	-1.8%
<b>Module Total</b>	<b>0.00</b>	<b>0.0%</b>	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

Fonte: BNPP AM



## PROSPETTIVE ECONOMICHE

### PUNTO DI VISTA

#### Una crescita americana modesta sostenuta dalla politica economica

Negli **Stati Uniti**, la crescita del PIL è accelerata nel 3° trimestre rispetto ad un primo semestre molto deludente (0,4% nel 1° trimestre e 1,3% nel 2°) che aveva fatto emergere timori di un ritorno in recessione. Come avevamo previsto, al 2,5% su base annua, la crescita si rivela soddisfacente pur restando moderata. Inoltre, le componenti della domanda interna sono incoraggianti a breve termine, poiché il contributo negativo delle scorte (-1,1 pp) permette di anticipare una correzione di questo fattore nel prossimo trimestre. Inoltre, anche dopo una buona crescita trimestrale (+17,4% su base annua), la componente degli investimenti produttivi nel PIL (attorno al 10%) è ancora lontana dal livello che avrebbe dovuto registrare trascorsi due anni dalla fine della recessione. Nei prossimi trimestri, l'obsolescenza dei beni strumentali dovrebbe tradursi in un incremento più netto delle spese d'investimento, come mostrano gli ordinativi all'industria. Inoltre, gli indici calcolati a partire dai sondaggi tra i direttori degli acquisti (ISM) restano al di sopra di 50, indicando un'espansione dell'attività nel settore manifatturiero e nei servizi.

Da due trimestri, **gli investimenti residenziali** non penalizzano più la crescita grazie alla stabilizzazione del mercato immobiliare. È ancora presto per parlare di miglioramento, dato che un terzo delle vendite nell'usato è rappresentato da immobili pignorati, il che pesa sui prezzi ed esercita una concorrenza «sleale» sul mercato del nuovo. Inoltre, una parte delle transazioni è realizzata in cash da investitori che mirano al mercato delle locazioni mentre, secondo i promotori, le famiglie non ottengono facilmente prestiti e possono essere indotte a rinunciare ai loro progetti proprio per questo motivo. Le banche, interrogate dalla Fed, non dichiarano tuttavia di aver ristretto le condizioni di concessione del credito su questo tipo di operazioni. Dopo un 2° trimestre caratterizzato da una netta flessione di beni durevoli (-5,3%) per l'indisponibilità di numerosi modelli di automobili – conseguenza delle interruzioni della produzione in Giappone – i consumi privati hanno recuperato nel 3° trimestre, passando dallo 0,7% al 2,4%. Questo ritmo è soddisfacente, ma si basa in parte su una riduzione del tasso di risparmio (dal 5% di inizio anno al 3,6% di settembre, ai minimi da fine 2009). Una netta ripresa dei consumi è indispensabile per assicurare una crescita dell'economia durevolmente più sostenuta. Una tale ipotesi è difficile da prevedere finché **l'occupazione** peserà sul morale delle famiglie e limiterà la crescita dei salari. La creazione di posti di lavoro, sebbene in aumento (153 000 l'anno nel settore privato dall'inizio dell'anno), non basta a far calare il tasso di disoccupazione (9%). In termini reali, il reddito delle famiglie cresce di meno del 3% al momento, cosicché i consumi privati dovrebbero aumentare del 2-2,5% nei prossimi trimestri (nell'ipotesi di una ricostituzione ragionevole del risparmio di fronte alle incertezze sulla crescita e sulla politica fiscale). Un tale risultato è migliore di quello di inizio anno, ma resta inferiore alle medie storiche.

#### La Fed vigila

La Fed non ha annunciato un cambiamento della sua **politica monetaria** in occasione della sua ultima riunione che si è tenuta all'inizio di novembre. Ha presentato proiezioni economiche riviste al ribasso rispetto ai dati pubblicati in giugno e non prevede che il tasso di disoccupazione scenda nettamente sotto l'8% prima del 2014. Il tono dei commenti ufficiali è sempre più prudente sulla congiuntura, il che fa prevedere il mantenimento di una politica monetaria molto espansiva, se non l'annuncio imminente di un nuovo programma di allentamento quantitativo anche prima di giugno 2012 quando è prevista la fine della «operazione Twist» presentata in settembre.

### Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %											
	2010		2011				2012				2010		2011				2012			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
M= Mean; H= High; L=Low																				
<b>Developed Economies</b>																				
<b>USA</b>	3.0	1.7	1.9	1.5	[1.6]	1.9	3.1	0.4	[2.1]	1.6	3.1	3.3	2.8	[3.1]	2.1	3.3	1.3	[2.1]		
<b>Canada</b>	3.2	2.3	2.7	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.1]	1.8	2.8	3.1	2.7	[2.8]	1.9	2.5	1.4	[2.0]		
<b>Eurozone</b>	1.7	1.6	1.8	1.5	[1.7]	0.6	1.4	-0.5	[1.0]	1.6	2.6	2.7	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]		
<b>UK</b>	1.8	1.0	1.6	0.8	[1.2]	1.5	2.4	0.7	[1.8]	3.3	4.4	4.5	4.2	[4.4]	2.7	3.6	2.1	[2.7]		
<b>Switzerland</b>	2.7	2.0	2.3	1.6	[2.0]	1.1	2.0	0.0	[1.3]	0.7	0.4	0.5	0.3	[0.5]	0.4	1.0	-0.2	[0.7]		
<b>Japan</b>	4.0	-0.5	0.0	-1.1	[-0.5]	2.2	3.5	0.9	[2.4]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.8	-0.9	[-0.2]		
<b>Australia</b>	2.7	1.7	2.2	1.2	[1.8]	3.5	4.6	2.5	[3.7]	2.8	3.4	3.7	3.0	[3.4]	2.9	3.4	2.1	[2.9]		

Source: Consensus Forecasts as of 10/10/2011



## MERCATI INDUSTRIALIZZATI

### La zona euro dovrebbe registrare una nuova recessione

Nella zona euro, se si cerca di distogliere l'attenzione dalle turbolenze politiche e di concentrarsi sui dati economici, si rischia di fare il pieno di **brutte notizie**. Infatti, il ritorno della recessione appare inevitabile, dal momento che i sondaggi hanno continuato a peggiorare in settembre e ottobre, contrariamente a quanto è accaduto negli Stati Uniti. Gli indici PMI, che riflettono l'opinione dei direttori degli acquisti, sono passati per la maggior parte sotto quota 50 in settembre. In ottobre, l'indice composito (manfatturiero e servizi) è calato di 2,6 punti, attestandosi a 46,5 per tutta la zona euro, ai minimi da giugno 2009. Ancora più grave è che gli Stati membri che fino ad ora avevano resistito, come Francia e Germania, hanno registrato un netto peggioramento della loro situazione (indici rispettivamente a 45,6 e 50,3) mentre le altre due grandi economie europee (Italia e Spagna) sono cadute in zona recessione (43,1 e 41,7). Una contrazione dell'attività dovrebbe intervenire dopo una crescita modesta nel 3° trimestre. Il consensus degli economisti privati (*cf. pagina precedente*) non riflette ancora affatto questa realtà. Dovrebbero quindi intervenire nuove revisioni al ribasso delle prospettive che alimentino il pessimismo.

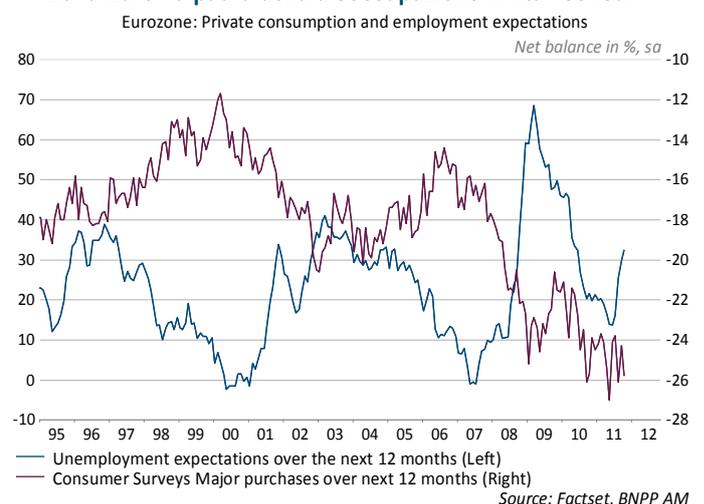
Nelle sue previsioni d'autunno pubblicate il 10 novembre, la Commissione europea ha rivisto i suoi dati sulla crescita, che si colloca ormai allo 0,5% nel 2012 a fronte dell'1,9% segnalato nelle previsioni di primavera. Il dato (prossimo a quello del consensus) appare ancora troppo elevato e contrasta con i commenti ufficiali molto pessimistici: «il brusco crollo della fiducia frena gli investimenti ed i consumi mentre il rallentamento della crescita mondiale pesa sulle esportazioni e il risanamento fiscale da operare con urgenza pesa sulla domanda interna». La diagnosi, condivisa con la BCE, è pertinente e corroborata dagli indicatori disponibili. I consumi hanno già iniziato a segnare il passo mentre l'occupazione ha smesso di migliorare, e la produzione e i nuovi ordinativi languono.

In questo contesto, **il calo di 25 pb dei tassi della BCE** annunciato il 3 novembre non basterà a risollevare la fiducia né, tantomeno, l'attività. La politica monetaria appare tuttavia come l'unico strumento disponibile ora che si moltiplicano le strette fiscali e rallenta l'incremento del credito, sotto l'effetto sia dell'offerta che della domanda. La BCE dovrebbe continuare a ridurre i tassi d'intervento (e potrebbe anche far scendere il tasso refi sotto l'1% che rappresenta per ora il suo minimo storico). Manterrà inoltre il rifinanziamento illimitato delle banche. Dal momento che la crisi sovrana si è estesa, sarebbe saggio che la BCE si presentasse «ufficialmente» come l'acquirente di ultima istanza, dato che il fondo salva-stati (ESFS) in nuova veste, risultato del vertice europeo del 26 ottobre, non è ancora operativo. In effetti, dalla ripresa dei suoi acquisti di titoli pubblici nell'ambito dell'SMP (Securities Markets Programme), ha effettuato acquisti per 110 miliardi di euro (portando il totale dalla creazione dell'SMP a 183 miliardi), ricordando che il programma prosegue ed è finalizzato a ripristinare una migliore trasmissione della politica monetaria. L'annuncio di una vera politica di QE (con un obiettivo ambizioso di riacquisto di debito) avrebbe il merito di dare tempo all'Italia di risolvere il suo problema di liquidità prima che si trasformi in un problema di solvibilità (che non è insito negli squilibri della finanza pubblica italiana). La crisi sovrana non troverebbe così una soluzione, ma una decisione di questa natura permetterebbe forse agli Stati membri di liberarsi della pressione dei mercati per riprendere una politica economica più contro-ciclica rispetto all'attuale escalation delle restrizioni fiscali.

#### Stati Uniti: crescita appena soddisfacente



#### Zona Euro: la paura della disoccupazione limita i consumi





## ZONE EMERGENTI

### Continua il peggioramento del ciclo economico

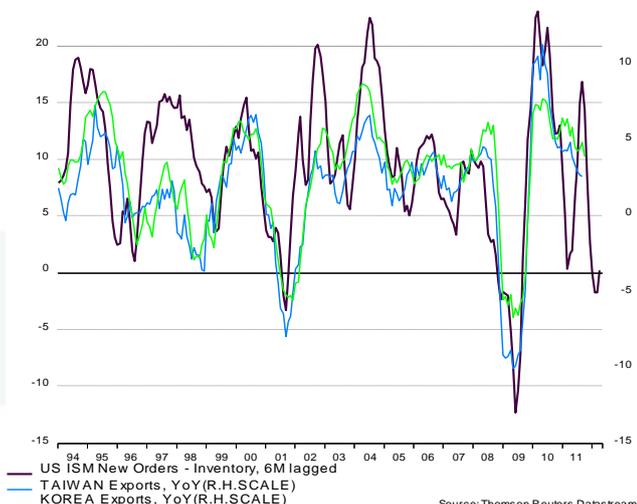
Il ciclo economico dei paesi emergenti continua a rallentare, secondo gli indicatori prospettici e i sondaggi d'opinione. Le economie più cicliche ed esposte alla domanda estera, come Taiwan, ne risentono in modo particolare. I cicli della produzione industriale dei paesi emergenti e industrializzati si sono distanziati dal rallentamento di inizio 2011, riflettendo una certa resistenza della domanda interna negli emergenti. Tuttavia, una decorrelazione totale dei cicli, così come nella grande crisi finanziaria del 2008, è esclusa perché questa volta la Cina è molto più reticente a stimolare in modo aggressivo la propria economia attraverso grandi piani di rilancio.

Riteniamo che il rallentamento attuale sia prevalentemente ciclico e normale alla luce del forte rimbalzo rispetto ai minimi del 2008. Ricordiamo che la produzione industriale e le esportazioni degli emergenti sono aumentate rispettivamente del 30% e 33% dai minimi del 2008, a fronte del 10% e 24% dei paesi industrializzati. Tuttavia, la situazione potrebbe peggiorare nettamente qualora la domanda finale diminuisse nei paesi industrializzati, o se le banche occidentali riducessero fortemente la loro esposizione ai paesi emergenti, in particolare nei paesi dell'Est. A livello dei dati economici, l'America Latina e l'Europa dell'Est presentano dati migliori del previsto, mentre la situazione è leggermente meno favorevole in Asia.

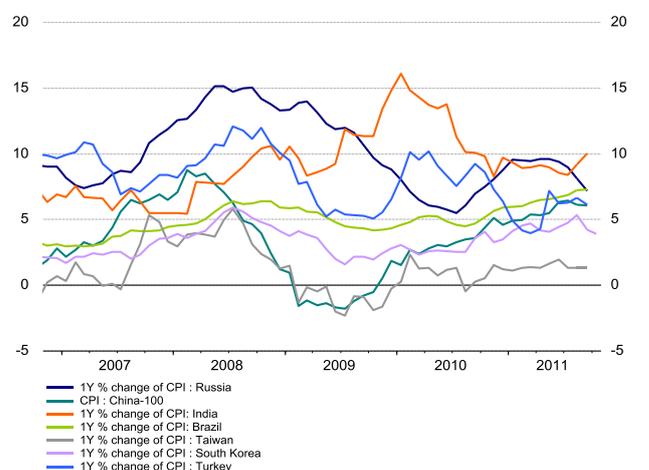
La maggioranza degli indici PMI emergenti è migliorata rispetto al mese precedente. L'andamento del differenziale tra i nuovi ordinativi e il livello delle scorte è anch'esso favorevole nella maggior parte dell'Asia, con l'esclusione della Corea del Sud e di Taiwan. Questi due paesi sono particolarmente esposti al ciclo dell'IT. Con l'eccezione dell'India e del Brasile, l'inflazione ha superato il suo picco ciclico, il che permette alle autorità monetarie di adottare una politica meno restrittiva, se non volutamente espansiva. È il caso del Brasile e dell'Indonesia, che hanno entrambi abbassato i loro tassi per il secondo mese consecutivo. La mancanza di visibilità nelle economie industrializzate, la recente decelerazione dei prezzi delle materie prime, nonché segnali di rallentamento della domanda interna sono tutti elementi precursori del continuo calo dell'inflazione.

Con un PMI che si stabilizza leggermente oltre quota 50 in ottobre, soprattutto per la componente non-manifatturiera, l'economia cinese resiste piuttosto bene. L'inflazione diventa un problema secondario, anche se il livello è ancora elevato. La politica monetaria è prossima a un punto di svolta, e ulteriori misure di allentamento dovrebbero intervenire nei prossimi mesi. Gli indicatori di liquidità M1 e M2 sono prossimi ai minimi storici, mentre i nuovi prestiti bancari evidenziano un rimbalzo, che riflette un allentamento monetario selettivo per le piccole e medie imprese. I prezzi immobiliari iniziano infine a calare nelle grandi città, in reazione ai numerosi interventi delle autorità. Alcuni sviluppatori nella ricca città di Wenzhou cercano disperatamente di liquidare le loro scorte e arrivano ad offrire una automobile di lusso per l'acquisto di un nuovo appartamento, il che ricorda il periodo appena precedente la crisi dei *subprime*. L'andamento dei prezzi degli immobili è cruciale poiché l'edilizia rappresenta il 15% del PIL, e l'immobiliare più della metà della ricchezza di una famiglia cinese.

#### Le esportazioni dovrebbero continuare a diminuire



#### L'inflazione dei paesi emergenti è in calo





## MERCATI OBBLIGAZIONARI

### TITOLI DI STATO

#### L'attività economica resta debole, le incertezze in Europa non scompaiono

Da un punto di vista economico, i dati sembrano stabilizzarsi negli Stati Uniti, riducendo quindi i timori di una ricaduta in recessione. Questo ci rassicura solo in parte, poiché pensiamo che il paese continui ad avere bisogno di stimoli monetari e fiscali per arrivare a tassi di crescita appena positivi. L'ammontare del piano di sostegno del presidente Obama potrà aumentare il tasso di crescita del PIL, in funzione del numero di proposte approvate, ma in realtà la tendenza sottostante resta ancora debole.

Dal canto suo, la Fed ha rivisto al ribasso le sue previsioni di crescita per l'anno prossimo, e al rialzo quelle del tasso di disoccupazione. In occasione della sua ultima riunione, era importante per noi avere maggiori elementi sulle misure supplementari che la Banca centrale potrebbe adottare in caso di necessità, in particolare la sua strategia di comunicazione e i riscatti supplementari di titoli MBS. Sul primo punto, Bernanke sembrerebbe più aperto a legare il livello dei tassi d'intervento ai livelli dell'occupazione o dell'inflazione piuttosto che della crescita, o a pubblicare maggiori informazioni sulla traiettoria futura dei tassi, così come accade già con l'annuncio del mantenimento del livello attuale dei tassi fino alla metà del 2013. Sul secondo punto, si può dire che una tale misura è sul piatto, ma il Comitato è ancora indeciso. Tutto ciò ci induce a prevedere tassi a breve bassi per un lungo periodo, una curva fortemente direzionale e tassi a lunga scadenza che restano per ora a livelli bassi.

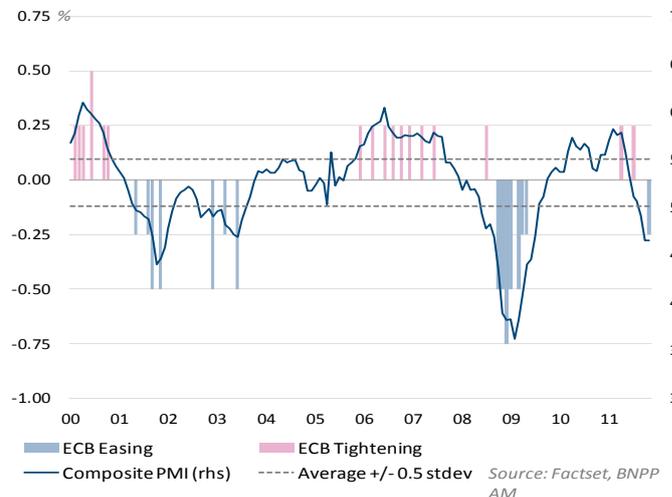
Per quanto riguarda l'Europa, vi sono stati vertici importanti che hanno confermato la volontà condivisa di trovare una soluzione, ma che sono anche stati parchi di dettagli sulle misure proposte. Nel contempo, la situazione si è complicata ulteriormente per quanto concerne Grecia e Italia. Alla fine, il processo decisionale complesso per uscire dalla crisi, le misure di austerità fiscale da implementare, le incertezze politiche in alcuni paesi ed i problemi legati ai finanziamenti delle banche ci offrono un quadro della zona euro ben poco incoraggiante. Le previsioni di crescita degli economisti vengono riviste ulteriormente al ribasso, con un trend che crediamo destinato a perdurare.

La BCE, invece, ha già ridotto i tassi in occasione della prima riunione presieduta da Mario Draghi, che a questo riguardo ci sembra guardare più lontano del suo predecessore, ma che mantiene lo stesso approccio sulla natura straordinaria delle operazioni di acquisto di titoli. Prevediamo una ulteriore riduzione dei tassi di 25 punti base, giustificata dalla debolezza economica attuale. In questo contesto, i tassi tedeschi a lunga scadenza resteranno anch'essi a livelli bassi.

Ulteriori difficoltà per l'Italia



Le riduzioni dei tassi della BCE sono giustificate





## CREDITO IG E HY

### L'Europa pesa ancora sul credito

Il quadro economico negli Stati Uniti dovrebbe aiutare a sostenere il credito, anche il più speculativo, mentre le notizie provenienti dall'Europa non sono molto rassicuranti.

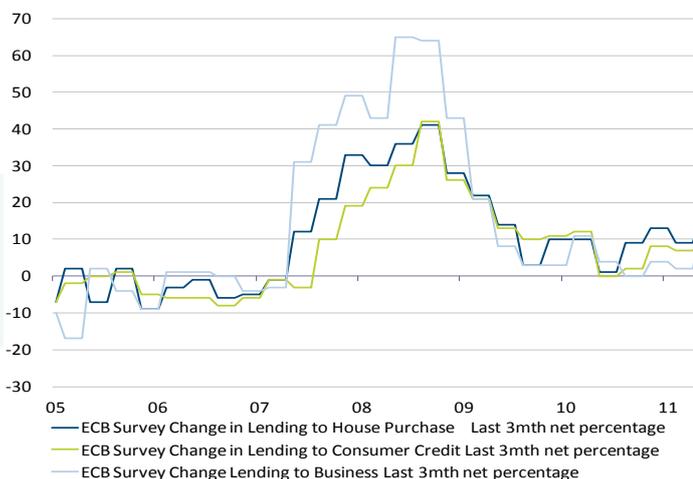
La crescita americana sembra dirigersi verso livelli deboli ma positivi, anche se il sostegno fiscale, dai contorni ancora incerti, sarà ancora necessario in presenza di una persistente debolezza di fondo. In linea di principio, questo contesto non dovrebbe essere sfavorevole al credito, laddove le valutazioni sono interessanti, i fondamentali sono sani e la classe di attivi ancora interessante in uno scenario di tassi sottostanti molto bassi.

Tuttavia, il mercato oggi sembra purtroppo influenzato prevalentemente dagli eventi in Europa, dove la crisi sovrana resta ancora complessa. Le proposte avanzate dai governi in occasione delle recenti riunioni vanno nella giusta direzione, ma non forniscono molti elementi concreti per poter invertire la tendenza. E, se la crescita europea registrerà un periodo difficile, con indicatori prospettici che suggeriscono una nuova recessione in vista, occorre anche riconoscere che lo stato di salute delle imprese è oggi migliore che nel 2008.

A livello delle banche, le difficoltà degli Stati europei pesano sugli istituti finanziari che detengono il debito degli Stati. La conseguenza è un prosciugamento del mercato primario, che non permette un finanziamento equilibrato al di là delle liquidità fornite dalla BCE a breve termine. Le autorità l'hanno capito bene e hanno concordato alcune garanzie per permettere alle banche di venire più facilmente sul mercato. Ci sembra una buona iniziativa, finalizzata tra l'altro a limitare la riduzione dei bilanci, ma la sua realizzazione, che dovrebbe avvenire a livello europeo e non nazionale, sembra più difficile da realizzare. Nel contempo, questo punto è cruciale poiché assistiamo oggi ad un peggioramento delle condizioni per la concessione di credito da parte delle banche europee, che indicano che la loro difficoltà di accesso al mercato diventa un fattore sempre più importante che pesa sui crediti alle imprese. Un credito meno abbondante e più caro non favorisce l'economia e le imprese sempre più dipendenti dal finanziamento bancario.

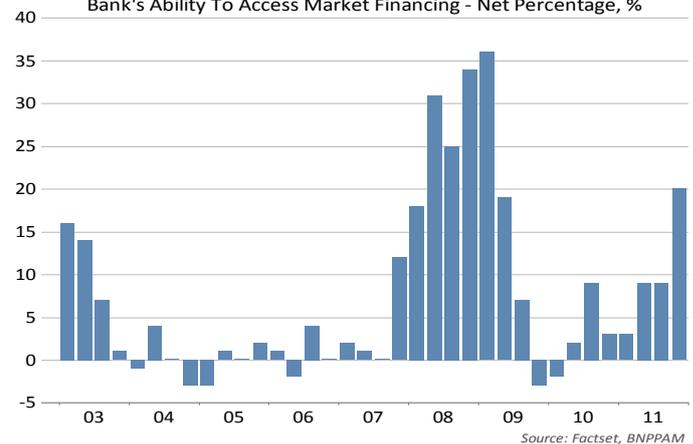
Globalmente, abbiamo un orientamento tattico piuttosto negativo sul credito, con una visione relativa più costruttiva per gli Stati Uniti che per l'Europa.

#### Stretta delle condizioni per la concessione di credito da parte delle banche...



#### ...a causa di un accesso al mercato più difficile

ECB Bank Lending Survey, Loans Or Credit Lines To Enterprises  
 Factors Affecting Credit Standards  
 Bank's Ability To Access Market Financing - Net Percentage, %



Source: Factset, BNPPAM



## DEBITO EMERGENTE

### La crisi del debito europeo resta al centro dell'attenzione

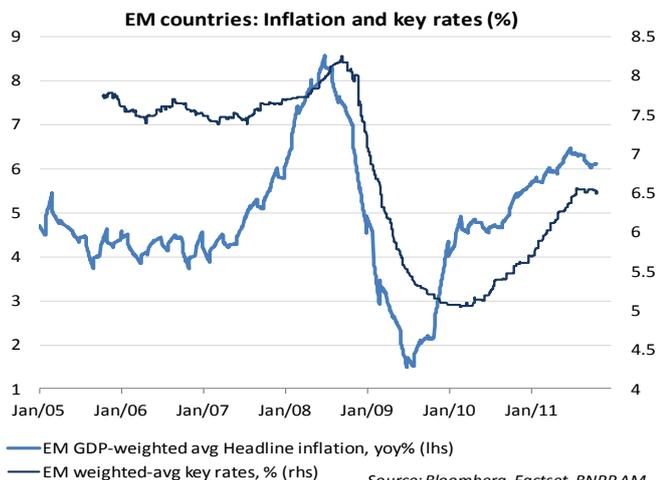
Con il calo dell'avversione al rischio, gli attivi emergenti hanno registrato buone performance dall'inizio del mese di ottobre, con il debito estero sovrano che ha guadagnato il 4,8% grazie alla riduzione degli spread, mentre il debito locale è cresciuto del 4,2% (rispettivamente indici JPM EMBIGD e JPM GBI-EMGD espressi in USD). Tuttavia, le incertezze sull'esito della crisi del debito pubblico in Europa continueranno probabilmente ad alimentare l'avversione al rischio, il che ci induce a mantenere una **posizione prudente sulle classi di attivi del debito emergente nonostante buoni fondamentali, in particolare per il debito locale**.

**I rischi che incombono sulle prospettive dei paesi emergenti restano infatti elevati.** Oltre all'impatto economico indotto dal rallentamento del commercio mondiale, i paesi emergenti rischiano di subire deflussi di capitali da parte di investitori esteri (le valute e il debito estero, ma anche il debito sovrano locale che ha visto aumentare nettamente negli ultimi anni la quota detenuta dagli investitori esteri) e un possibile disimpegno delle banche della zona euro dalla loro esposizione sul settore bancario dei paesi emergenti (necessità di ricapitalizzazione). Tenuto conto del ruolo importante del credito nella ripresa economica dal 2009, una stretta delle condizioni del credito oggi peserebbe significativamente sulla domanda interna dei paesi emergenti.

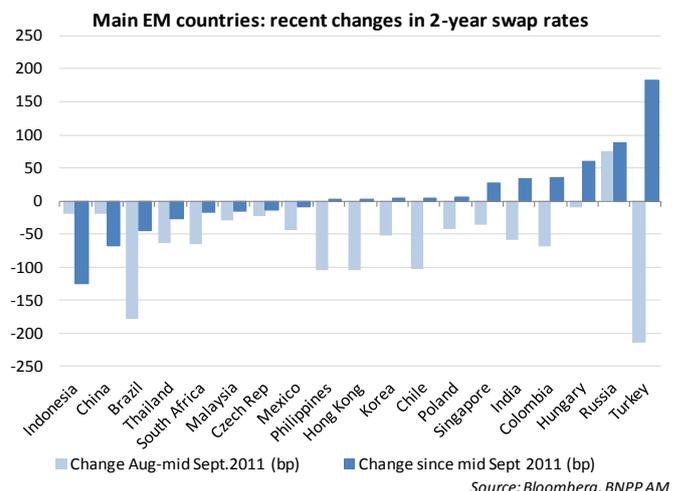
In questo contesto, la conferma della **decelerazione dell'inflazione** in settembre, pur non inattesa, è comunque benvenuta poiché lascia le Banche centrali dei paesi emergenti in posizione più agevole per allentare la loro politica monetaria. L'ampiezza dei ribassi dei tassi d'intervento dovrebbe tuttavia essere differente da un paese all'altro. In Asia, fatta eccezione per Indonesia e Thailandia (colpita da forti inondazioni), i tassi reali a breve negativi dovrebbero limitare la riduzione dei tassi mentre le politiche di stimolo fiscale dovrebbero essere privilegiate per rilanciare l'economia e far fronte al rallentamento mondiale. In Europa, la maggiore esposizione alle banche private europee e la recente e brusca svalutazione delle divise rende più complesso il compito. I mercati prevedono ora un rialzo dei tassi d'intervento, mentre solo tre mesi fa prevedevano dei ribassi. L'8 novembre, la Banca Nazionale di Polonia ha mantenuto invariati i tassi e indicato che la svalutazione dello zloty penalizzava le prospettive d'inflazione. In America Latina, il Brasile dovrebbe continuare il suo ciclo di allentamento monetario nei prossimi mesi.

**Il rallentamento economico mondiale e l'allentamento monetario** della maggioranza delle Banche centrali costituiscono fattori positivi per il debito locale, ma le performance dovrebbero essere controbilanciate dal deprezzamento delle valute. Questo deprezzamento dovrebbe essere limitato dalle importanti riserve valutarie che permettono alle autorità di intervenire quando necessario, dalle eccedenze delle partite correnti (soprattutto in Asia) e da un differenziale di tassi d'interesse a breve termine ancora molto interessante, anche se le operazioni di carry non sono favorite in periodi di forte avversione al rischio. Manteniamo una posizione neutrale sul **debito estero emergente**: gli spread sovrani dovrebbero aumentare nei prossimi mesi a causa del rallentamento economico, ed i tassi americani sottostanti sono già estremamente bassi.

#### Ciclo di allentamento monetario



#### Aspettative divergenti





## MERCATO DEI CAMBI

### L'euro stenta a trovare una direzione

La **volatilità sul mercato dei cambi** resta elevata da due mesi: è tornata oltre il 15% (volatilità implicita a 1 mese dell'EUR/USD) a metà novembre mentre la parità EUR/USD oscilla in un intervallo molto ampio (1,32 – 1,42) da fine settembre. L'euro è quindi ripassato oltre 1,42 dollari dopo il vertice europeo del 26 ottobre – ai massimi dall'inizio di settembre – dopo essere sceso sotto 1,3150 all'inizio di ottobre sulla scia delle aspettative di ribasso dei tassi d'intervento della BCE. La violenza di questo movimento riflette indubbiamente la chiusura di alcune posizioni speculative piuttosto che un reale ritorno d'interesse per l'euro. Tuttavia, e visto che la BCE ha effettivamente ridotto i suoi tassi d'intervento il 3 novembre e lasciato intendere che altri ribassi potrebbero seguire, l'euro resiste alle diverse notizie che hanno fatto vacillare la zona euro negli ultimi tempi. Mentre la crisi politica in Grecia e in Italia raggiungeva i massimi prima della designazione nei due paesi di un nuovo capo dell'esecutivo incaricato di fare applicare le misure di rigore fiscale, l'euro è passato puntualmente sotto 1,36 dollari il 9 novembre, con una flessione limitata tenuto conto delle incertezze politiche. Dopo la nomina di Lucas Papademos ad Atene e di Mario Monti a Roma, la ripresa dell'euro è rimasta del tutto modesta (1,38 il mattino del 14 novembre). Gli operatori sembrano volere concedere un certo credito alle ultime decisioni adottate (vertice del 26 ottobre, costituzione di governi di «tecnici» nei paesi più tenuti d'occhio dagli investitori), e devono anche tenere conto del rapido peggioramento della congiuntura nella zona euro. La prospettiva del ritorno in recessione dovrebbe pesare sulla moneta unica, che potrebbe quindi attestarsi attorno a 1,30 dollari nel medio termine (*cf. tabelle seguente*).

La lettura degli sviluppi sul mercato dei cambi è resa più difficile dalla decisione della Banca Nazionale Svizzera all'inizio di settembre di fissare un limite inferiore alla parità EUR/CHF (1,20) e le minacce continue di intervento della Banca del Giappone per limitare l'apprezzamento dello yen. Il dollaro è ormai il barometro privilegiato dell'apprezzamento del rischio, che a sua volta sta oscillando notevolmente in questa fase, il che comporta movimenti contraddittori quasi da una settimana all'altra. Nei confronti di un paniere di valute, la divisa americana ha guadagnato il 3,7% dal 15 settembre al 4 ottobre per tornare attorno ai massimi dell'anno registrati in gennaio, ha poi perso il 4,7% dal 4 al 28 ottobre e infine riguadagnato il 2,2% fino all'11 novembre (calcoli realizzati a partire dai dati pubblicati dalla Banca d'Inghilterra). Variazioni di questa portata sono rare sui tassi di cambio effettivi, tradizionalmente più stabili.

**La Banca del Giappone non fa che minacciare:** è intervenuta direttamente sul mercato dei cambi il 31 ottobre, riuscendo a far risalire la parità USD/JPY da meno di 76 (nuovo record dello yen) a oltre 79,50, una soglia che era stata toccata in occasione del suo precedente intervento nell'agosto scorso. La parità è tornata piuttosto rapidamente verso 77, il che mostra che la BoJ interviene per frenare l'apprezzamento dello yen, piuttosto che per invertire il movimento, un obiettivo generalmente difficile da realizzare attraverso operazioni isolate sul mercato dei cambi. Dal momento che i grandi appuntamenti internazionali sono stati «confiscati» dalla crisi sovrana europea, interventi concertati non sembrano essere all'ordine del giorno.

### Il dollaro come barometro del rischio

### FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2010		09-Nov-11		4Q 2011		1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012	
		Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.34	1.3708	1.25	1.35	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30
	USD / JPY	81	78.07	75	85	77	87	80	90	80	90	80	90
	USD / CAD	0.99	1.0192	0.97	1.07	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0287	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	GBP / USD	1.57	1.6002	1.44	1.63	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56
	USD / CHF	0.93	0.9019	0.92	1.00	0.96	1.04	0.96	1.04	0.96	1.04	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	109	107.02	98	111	96	109	100	113	100	113	100	113
	EUR / GBP	0.86	0.8566	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.25	1.2363	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 07/11/2011



## MERCATI AZIONARI

### MERCATI INDUSTRIALIZZATI

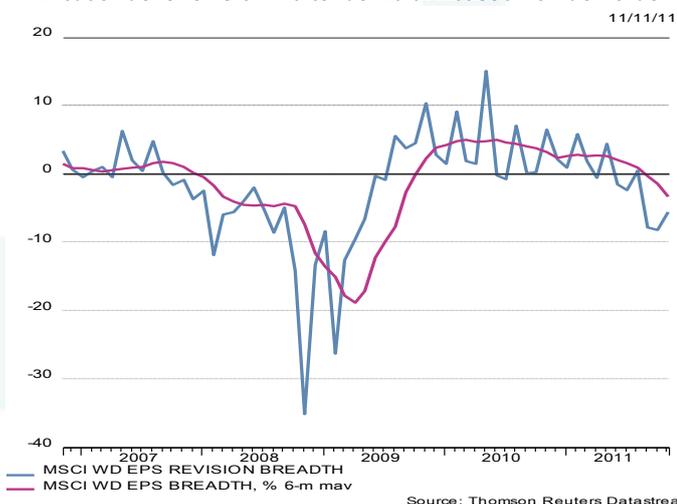
#### Una forte instabilità e rischi elevati giustificano ancora un approccio prudente

Per il momento e fuori della zona euro i dati economici pubblicati sono stati piuttosto rassicuranti: continuano a puntare verso una crescita certo modesta ma stabile a livello mondiale. Ciò ha peraltro permesso ai mercati azionari di registrare una resistenza considerevole dal mese di settembre, mentre i mercati del debito pubblico o del credito testimoniano chiaramente tensioni e un incremento dei rischi. Infatti, la situazione in Europa resta preoccupante. La crisi finanziaria in atto minaccia e inizia persino a diffondersi all'economia reale, attraverso condizioni di finanziamento che continuano a peggiorare ma anche per l'accelerata adozione di programmi di risanamento fiscale, mentre crescono i segnali di un rallentamento pronunciato nella zona euro.

In questo contesto, le Banche centrali continueranno ad applicare politiche monetarie molto espansive che potrebbero persino accentuare ulteriormente. Anche la più ortodossa di esse ha infatti iniziato a mostrare un certo pragmatismo, riducendo leggermente i tassi nonostante un'inflazione ancora nettamente superiore al suo obiettivo. Tuttavia, l'ampiezza della crisi in Europa richiede una soluzione seria per porre fine ad una spirale finanziaria pericolosa che minaccia di propagarsi alle altre economie. Sembra oggi che un fortissimo coinvolgimento della BCE costituisca una condizione *sine qua non* per una soluzione credibile. Tuttavia questa eventualità si scontra per il momento con il rifiuto o l'impossibilità di quest'ultima di uscire dall'ambito ristretto del suo mandato e con la reticenza di alcuni Stati della zona euro di coinvolgere maggiormente la Banca centrale. Per il momento, queste incertezze politiche e il rischio di contagio della crisi invitano ad assumere ancora un approccio prudente.

Nonostante questo scenario instabile, la stagione di pubblicazione dei risultati del terzo trimestre che sta volgendo a termine sembra fornire un messaggio contraddittorio: tassi di crescita dei risultati ancora solidi e tassi elevati di sorprese positive, soprattutto negli Stati Uniti. Tuttavia, un'analisi più approfondita mostra che la qualità di questi risultati va peggiorando; i «buoni» risultati delle banche americane sono dovuti più ad artifici contabili che a risultati operativi, e i margini degli altri settori raggiungono livelli difficilmente sostenibili in futuro in un contesto di minore incremento delle vendite. Inoltre, le aspettative di crescita degli utili attesi dal consensus degli analisti, che continuano a prevedere un'espansione dei margini, ci sembrano ancora troppo ottimistiche e quindi soggette ad ulteriori revisioni al ribasso. Peraltro, la svalutazione di attivi, soprattutto nel settore finanziario, dovrebbe accelerare nella scia della crisi finanziaria. È quindi ancora troppo presto per prevedere la fine del movimento di correzione al ribasso delle aspettative di crescita degli utili in corso al momento. Di conseguenza, le valutazioni dei mercati che sono apparentemente favorevoli devono essere analizzate tenendo conto di queste prospettive.

**Breadth delle revisioni: la tendenza al ribasso non demorde**



**Premio al rischio elevato**





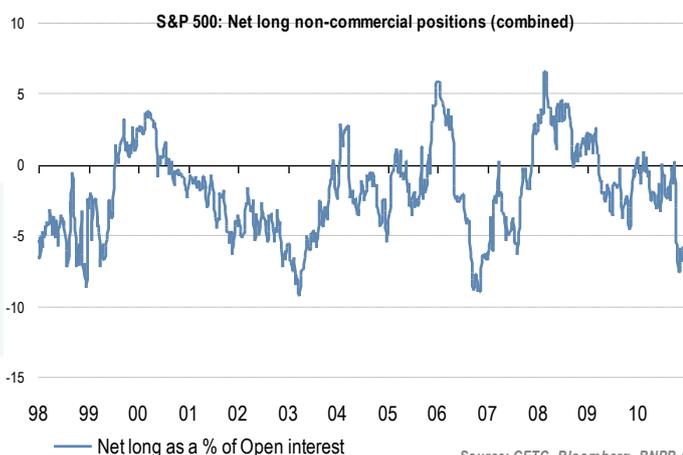
## MERCATI INDUSTRIALIZZATI

I PER basati su aspettative di risultati a 12 mesi degli analisti, i cui livelli possono apparire interessanti, devono quindi essere analizzati con prudenza a causa di questa prosecuzione delle revisioni al ribasso delle aspettative di utile. Inoltre, analizzando gli indicatori di valutazione basati su periodi molto lunghi, il PER corretto per il ciclo economico ad esempio, i mercati non sono peraltro altrettanto interessanti. L'unico indicatore di valorizzazione chiaramente favorevole alle azioni è quello del confronto con i prodotti di tassi: obbligazioni corporate o titoli di Stato.

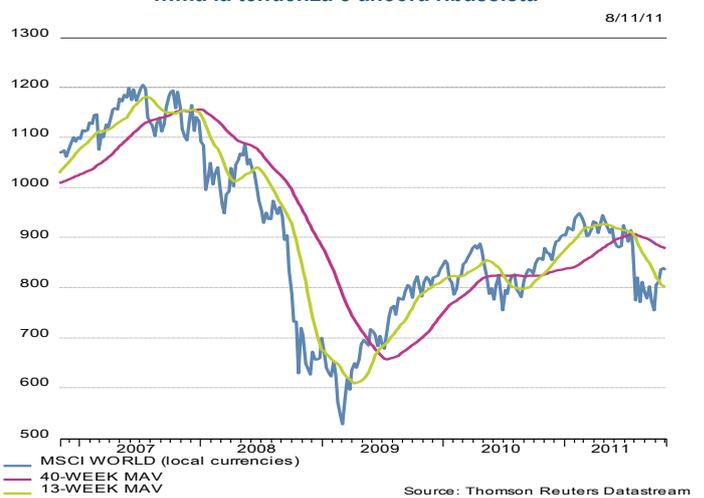
Infine, gli indicatori di fiducia testimoniano ancora una grande prudenza degli investitori — il che costituisce un sostegno per il mercato da un punto di vista *contrarian* — ma non così estrema come la crisi finanziaria potrebbe far pensare. Tuttavia, il livello estremamente elevato delle posizioni speculative short costituisce ancora un fortissimo sostegno per il mercato a breve termine, mentre più a lungo termine gli indicatori di tendenza non offrono ancora un messaggio di acquisto.

In termini relativi, privilegiamo ancora il **mercato britannico**. Con una valutazione modesta, dovrebbe continuare a beneficiare della politica monetaria particolarmente espansiva della Banca d'Inghilterra e di una sterlina debole. Continuiamo inoltre a privilegiare il **mercato giapponese**, che beneficia di valutazioni estremamente interessanti in termini sia relativi sia assoluti. Continuiamo inoltre a prevedere una progressiva svalutazione dello yen. Adottiamo un'esposizione leggermente positiva al **mercato svizzero** che beneficia di un indebolimento relativo del franco e di maggiore visibilità sulla sua evoluzione, ma anche di qualità difensive che permettono di mitigare la sua esposizione alla zona euro e una valutazione ancora elevata. Riduciamo a neutrale la nostra esposizione alle **azioni americane**. Il loro carattere difensivo in uno scenario di elevata avversione al rischio costituisce ancora un punto di forza, ma le revisioni relative degli utili sono meno favorevoli di quanto non lo fossero nei mesi scorsi e i livelli di valutazione aumentano. Restiamo prudenti sul **mercato australiano**. L'avvio di un ciclo di riduzione dei tassi è un elemento molto favorevole, ma dovrebbe restare limitato dal momento che la riduzione del prezzo delle materie prime dovrebbe continuare a pesare. Restiamo prudenti nei confronti dei **mercati della zona euro**. Essi restano estremamente interessanti in termini di valutazione relativa e il recente indebolimento dell'euro potrebbe incidere positivamente su revisioni degli utili altrimenti orientate molto negativamente, ma i rischi legati alla crisi sovrana e la probabilità di una recessione ci impediscono ancora di adottare un orientamento più favorevole. Infine, non modifichiamo la nostra posizione sul **mercato canadese** che, nonostante un recente miglioramento della dinamica delle sue revisioni degli utili, resta molto caro.

### Le posizioni speculative estremamente short rappresentano un sostegno nel breve termine...



### ...ma la tendenza è ancora ribassista





## MERCATI EMERGENTI

### Ribasso dei tassi d'intervento, rialzo degli indici di borsa

L'avversione al rischio è nettamente diminuita in ottobre, permettendo alle azioni emergenti di guadagnare oltre il 14% e il 19% rispettivamente in valuta locale e in USD. Gli investimenti avvengono tuttavia prevalentemente attraverso gli ETF, riflettendo una convinzione ancora relativamente ridotta. Parallelamente, i contratti CDS per i principali paesi emergenti sono tornati a livelli più razionali. Sul fronte della valutazione, gli indici emergenti presentano uno sconto di oltre il 15% rispetto alle borse industrializzate, pur registrando una crescita superiore degli utili e una volatilità inferiore. I mercati passano di mano a 9,4 volte gli utili, ossia il livello più interessante dal 2008.

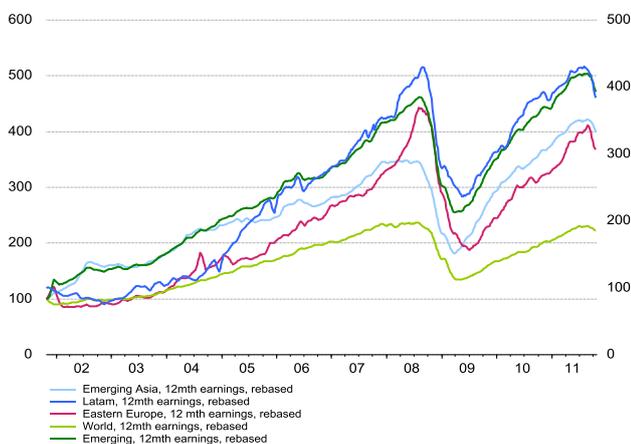
Continuiamo a preferire i mercati emergenti, anche se il loro « beta » storicamente superiore e la loro elevata sensibilità ai flussi di fondi internazionali li espongono maggiormente alla volatilità dei mercati industrializzati. La propensione al rischio sta tornando e probabilmente durerà grazie ai fondamentali positivi e alle aspettative di allentamento monetario. Infatti, alcuni grandi paesi come il Brasile o l'Indonesia hanno ridotto i tassi d'intervento, mentre l'India e la Cina registrano una battuta d'arresto.

L'economia cinese inizia un atterraggio morbido, favorevole alle economie emergenti poiché la Cina è diventata un partner economico molto importante. La politica monetaria cinese è in fase di transizione, e all'inizio dell'anno prossimo dovrebbero essere adottate ulteriori misure. La conferma di una riduzione delle riserve prudenziali, o dell'incremento degli aggregati monetari, sarà molto positiva per le borse emergenti e per il mercato cinese in particolare.

Manteniamo l'orientamento positivo sulla **Cina**. L'economia registra una decelerazione morbida. L'inflazione ha raggiunto un picco in luglio e la tendenza è chiaramente al ribasso, come dimostra l'ultimo dato del 5,5%. I prezzi degli immobili finalmente calano, e le autorità hanno tutto l'interesse a vigilare che l'ampiezza di questa flessione sia ben controllata, tenuto conto dell'importanza del settore immobiliare per l'economia e per la fiducia dei consumatori. La politica monetaria è in una fase di transizione, nella quale le autorità avvieranno un allentamento mirato per sostenere le piccole e medie imprese, l'edilizia popolare e alcuni progetti infrastrutturali. L'orientamento degli aggregati monetari è cruciale per l'andamento delle borse nei prossimi mesi. Infine, le valutazioni e la fiducia degli investitori sono ancora a livelli depressi.

Riduciamo la sovraperponderazione della **Russia** in seguito al forte rimbalzo. Inoltre, il « beta » della Russia rispetto alla zona euro è uno dei più elevati tra gli emergenti. Essendo un importante esportatore di materie prime e di energia, le sue prospettive economiche e finanziarie sono molto dipendenti dallo scenario economico mondiale e, in particolare, dal prezzo del petrolio. Le azioni russe sono tra le meno care del mondo e hanno realizzato performance nettamente inferiori al corso del Brent.

#### Revisioni al ribasso degli utili : siamo solo agli inizi



Source: Thomson Reuters Datastream

#### Valutazioni molto interessanti



Source: Thomson Reuters Datastream



## MERCATI EMERGENTI

### Aumenta l'orientamento positivo sulle economie interne

Manteniamo la posizione leggermente positiva sull'**India**. Il PMI indiano è migliorato in ottobre, il che mostra come l'attività economica risenta poco delle strette monetarie. Tuttavia, il rischio maggiore che la Banca centrale deve affrontare non è il rallentamento dell'economia mondiale, bensì l'inflazione. Riteniamo che quest'ultima resterà elevata, in particolare dopo il recente incremento dell'inflazione sottostante, e che sia quindi necessario che i tassi d'interesse rimangano ai livelli attuali per un periodo prolungato. Inoltre, le revisioni degli utili sono ancora al ribasso.

Manteniamo una posizione neutrale sul **Sud Africa**, che dovrebbe subire una revisione al ribasso della crescita a causa della riduzione degli scambi con i principali partner commerciali del paese. Tuttavia, l'indicatore del PMI è nuovamente oltre quota 50 e la fiducia delle imprese si è stabilizzata.

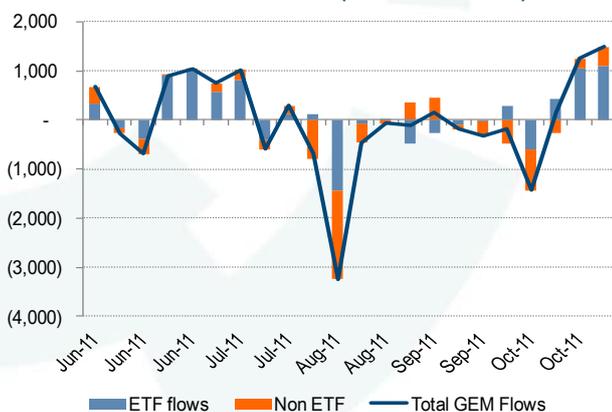
Dopo una fortissima sovraperformance, riduciamo a neutrale la **Corea** per limitare i rischi relativi alla ciclicità della sua economia, e alle incertezze che dominano attualmente i mercati industrializzati. Secondo l'ultimo sondaggio PMI (indice a 47,5), l'economia è in rallentamento, ma non mostra segnali di crollo dell'attività. L'inflazione è ancora fonte di preoccupazione, ma la banca centrale ha deciso di segnare una pausa nel suo processo di stretta monetaria a causa della debolezza della congiuntura mondiale. Infine, le valutazioni sono interessanti ma le prospettive di utile sono modeste.

Confermiamo la posizione negativa su **Taiwan** la cui economia è fortemente ciclica ed esposta a Stati Uniti ed Europa. Le forti revisioni al ribasso riflettono una domanda più debole sul fronte sia interno sia estero. Inoltre, le elezioni presidenziali e parlamentari di gennaio aggiungono ulteriori fonti di volatilità al tema delle relazioni bilaterali con la Cina. Le prospettive di utile sono limitate. L'impatto di un calo della domanda estera diventa evidente e si riflette in un forte peggioramento della produzione industriale. Le azioni sono ben valutate rispetto agli altri mercati emergenti.

Manteniamo una lieve sottoponderazione sul **Brasile**. La banca centrale ha ridotto il tasso d'intervento di 50 pb per la seconda volta da agosto, convinta che il rallentamento globale aiuterà l'inflazione a calare nel 2012. Infatti, l'inflazione è rallentata per la prima volta da 14 mesi, scendendo a quota 7,1%. Uno scenario di crisi rischia di penalizzare la crescita brasiliana per i prossimi trimestri. Le numerose misure del governo per impedire l'apprezzamento del *real* sono state fino ad ora efficaci.

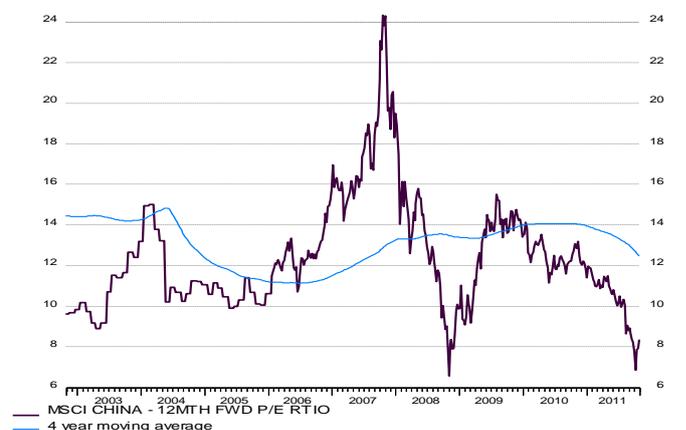
L'orientamento alla **Turchia** è ancora largamente negativo. La banca centrale ha deciso di rialzare i tassi. Tutti, salvo il tasso d'intervento che resta identico per avere un margine di manovra da sfruttare qualora le incertezze legate all'economia dovessero aumentare considerevolmente, in particolare nella zona euro. Nell'universo emergente, la borsa turca è il solo mercato a registrare una performance negativa in ottobre. Le revisioni degli utili sono al ribasso.

**Ritorno dei flussi verso i paesi emergenti**  
(in milioni di USD)



Source: Samsung Securities, EPFR.

**Le valutazioni delle azioni cinesi sono ai minimi**



Source: Thomson Reuters Datastream



## STRATEGIE ALTERNATIVE

### MATERIE PRIME

#### Preferenza per l'oro. Posizione neutrale sulle altre materie prime

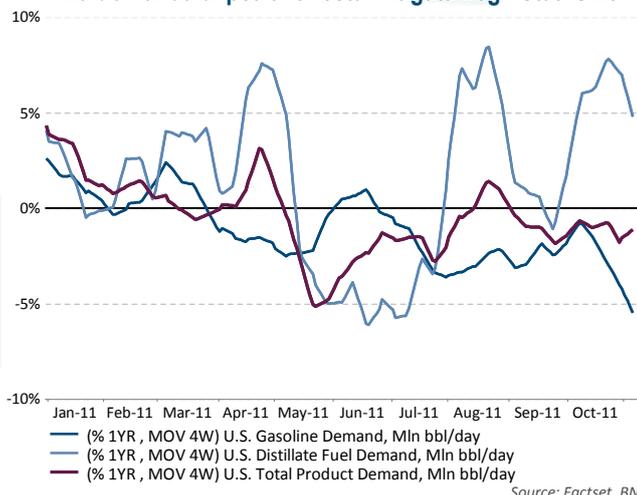
I prezzi del **greggio** si sono stabilizzati nelle ultime settimane, con il Brent che si mantiene attorno ai livelli di USD110 - 115. Infatti, mentre persistono i timori sul rallentamento della crescita mondiale, i fondamentali del petrolio resistono. Quindi, le scorte di prodotti petroliferi continuano a diminuire – tanto negli Stati Uniti quanto in Europa – nonostante una domanda interna moderata e il ritorno progressivo della produzione petrolifera libica, il che suggerisce che la domanda mondiale resta solida. In questo contesto, l'aumento delle tensioni in Medio Oriente a causa del programma nucleare iraniano potrebbe provocare un incremento del «premio geopolitico» del petrolio (anche se pensiamo che il rischio di un evento che impatti in modo significativo sulla produzione di petrolio sia molto ridotto). Nel breve termine, tuttavia, riteniamo che l'andamento dei dati macroeconomici resterà il principale determinante dei prezzi del petrolio. **Restiamo quindi neutrali sul petrolio.**

Dopo la forte correzione del mese di settembre, i **metalli di base** hanno realizzato una performance moderata in ottobre, con il rame che è stato l'unico metallo a registrare un reale rimbalzo. Infatti, il rallentamento della crescita mondiale dovrebbe tradursi in una riduzione della domanda per i metalli industriali, ma la domanda di rame ha mostrato segni di buona salute, con una conferma dell'aumento delle importazioni della Cina per ricostituire le sue scorte. Questa decisione è probabilmente in parte opportunistica, dal momento che i corsi sono diminuiti del 20% da luglio, ma sottolinea anche che i rischi di ribasso sono limitati finché le grandi economie emergenti restano in buona salute. Tuttavia, un rimbalzo sostenibile dei prezzi è improbabile. **Restiamo quindi neutrali sui metalli di base.**

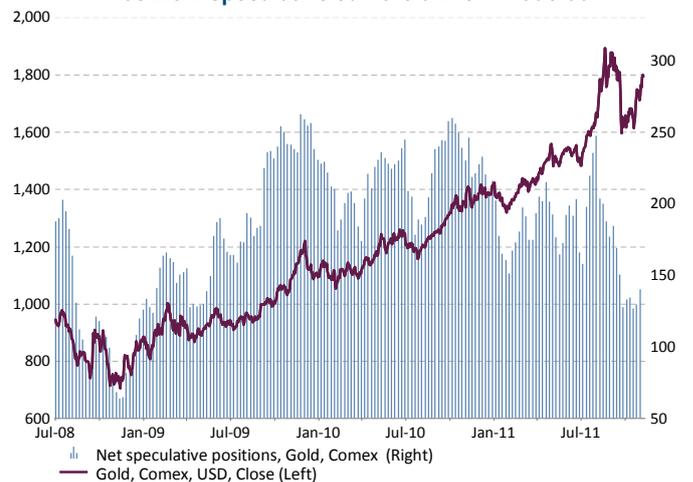
Dopo la brusca correzione di settembre, i prezzi dell'**oro** hanno ripreso la loro tendenza rialzista, arrivando a sondare quota USD 1.800. Le posizioni speculative si sono quindi stabilizzate a livelli moderati, il che suggerisce un rischio limitato di una nuova ondata di riduzione del rischio. Inoltre, l'estensione del programma di QE in Gran Bretagna nonché il calo dei tassi della BCE corroborano la nostra convinzione che le politiche monetarie siano destinate a restare molto favorevoli per la domanda d'investimento nel metallo. **Restiamo positivi sull'oro.**

I prezzi dei **cereali** hanno stentato a riprendersi in ottobre nonostante il ritorno della propensione al rischio. Solamente il mais ha realmente guadagnato terreno, soprattutto grazie alla domanda legata alla produzione di etanolo negli Stati Uniti. La soia e il grano subiscono invece l'effetto della concorrenza mondiale, il che ha indotto l'amministrazione americana per l'agricoltura a rivedere al ribasso le sue stime sulla domanda di esportazione di questi cereali. **Siamo neutrali sui cereali.**

**La domanda di petrolio resta mitigata negli Stati Uniti**



**Posizioni speculative sull'oro a livelli moderati**





## Nota

Il presente documento è redatto da BNP Paribas Asset Management (BNPP AM) \*, un membro di BNP Paribas Investment Partners (BNPP IP)\*\*. È prodotto a mero titolo informativo e non costituisce un'offerta di acquisto o una sollecitazione di vendita; non costituirà la base di qualsivoglia contratto o impegno né ci si potrà fare affidamento in relazione a questi ultimi; non va considerato una consulenza finanziaria.

Le informazioni contenute nel presente documento sono fornite senza una preventiva conoscenza delle circostanze, della posizione finanziaria, del profilo di rischio e degli obiettivi d'investimento del potenziale investitore. Gli investitori sono invitati a rivolgersi al proprio consulente finanziario per effettuare un'analisi di adeguatezza dell'investimento.

I dati sulla performance (non-compositi), se riportati, sono indicati al netto di commissioni e sono calcolati in funzione dei rendimenti totali ponderati per il tempo, a dividendi netti e interessi reinvestiti, salvo che per il benchmark.

Le performance composite, se indicate, sono al netto delle commissioni, sono ponderate per le dimensioni e comprendono tutti i portafogli gestiti in maniera analoga. Le descrizioni di tutti i compositi sono disponibili su richiesta. La performance storica non è garanzia di rendimenti futuri.

Tenuto conto dei rischi di ordine economico e finanziario, non può essere offerta alcuna garanzia che la strategia raggiunga i suoi obiettivi d'investimento. La performance può essere influenzata, tra l'altro, da spese di consulenza e di altra natura sostenute nella gestione di un portafoglio-titoli, dai limiti e restrizioni del portafoglio, dalla normativa applicabile e dalle condizioni economiche. Il valore di un portafoglio titoli può diminuire oltre che aumentare. Gli investitori potrebbero non riottenere l'importo inizialmente investito.

Le opinioni contenute nel presente documento rappresentano il parere di BNPP AM alla data indicata nel documento stesso e sono quindi soggette a modifiche senza preavviso. Non hanno carattere vincolante, non sono sostituibili al giudizio del lettore e non devono essere l'unica base di valutazione delle strategie o degli strumenti presentati nel presente documento. Gli investitori sono invitati a rivolgersi ai propri consulenti legali e fiscali prima di investire nel Fondo.

Per ulteriori informazioni, contattare il proprio rappresentante locale BNPP IP.

---

\* BNPP AM è una società di gestione di investimenti autorizzata in Francia dalla "Autorité des Marchés Financiers" con numero 96-02: società per azioni semplificata, con capitale di 62.845.552 euro, ha sede legale al n. 1, boulevard Haussmann 75009 Paris, France, RCS Paris 319 378 832. [www.bnpparibas-am.com](http://www.bnpparibas-am.com).

\*\*BNP Paribas Investment Partners" è il marchio mondiale dei servizi di gestione patrimoniale del gruppo BNP Paribas. Se indicati, i singoli organismi di gestione patrimoniale di BNP Paribas Investment Partners sono specificati a mero titolo informativo e non necessariamente svolgono attività in ogni giurisdizione. Per ulteriori informazioni, contattare l'Investment Partner autorizzato nella propria giurisdizione.