



<u>ALLOCAZIONE DEGLI ATTIVI</u>	2
<u>PROSPETTIVE ECONOMICHE</u>	3
<u>MERCATI OBBLIGAZIONARI</u>	6
<u>MERCATI DEI CAMBI</u>	8
<u>MERCATI AZIONARI</u>	9
<u>STRATEGIE ALTERNATIVE</u>	13
<u>Nota</u>	14

Le vacanze sono finite ed il rischio è tornato L'estate si è rivelata molto favorevole per i mercati finanziari: azioni, obbligazioni e materie prime hanno guadagnato, ma questa congiuntura favorevole a tutte le classi di attivo contemporaneamente ci appare fragile.

Abbiamo ridotto in agosto la nostra esposizione alle azioni dei paesi industrializzati e consigliamo ormai un portafoglio destinato a resistere ad un contesto di elevata avversione al rischio (cfr pag. 2). Il nostro scenario economico, immutato, ci induce infatti a pensare che il rallentamento delle economie industrializzate troverà conferma nei prossimi mesi, mettendo sotto pressione le azioni. Inoltre, il «momentum» delle revisioni macro e microeconomiche ci sembra destinato a invertirsi: il consensus degli economisti sulla crescita americana ci appare ancora troppo ottimistico per il prossimo anno, così come quello degli analisti finanziari sui profitti delle società quotate. Infine, preoccupa constatare che il nuovo allargamento degli spread sovrani all'interno della zona euro non sembra aver finora avuto conseguenze sulle altre classi di attivi.

Quale scenario «scontano» i mercati?

La questione al momento più spinosa è sapere quale tipo di scenario prevedono ora i mercati. È evidente che non sono molto ottimistici sulla crescita, a giudicare dal livello dei tassi a lunga scadenza nelle principali economie e dai multipli delle azioni. Dubitiamo tuttavia che le borse dei paesi industrializzati siano oggi in grado di resistere indolori alla conferma di un rallentamento. Sebbene le loro valutazioni non siano elevate, dovranno assorbire il ridimensionamento delle stime del *consensus*, cosa che non accadeva da oltre un anno e mezzo. Inoltre, il livello attuale relativamente debole della volatilità (l'indice VIX è ora attorno a 20) indica un'eccessiva condiscendenza di fronte ai rischi che accompagnano un rallentamento. Infine, l'inclinazione della curva dei tassi, ancora molto pronunciata, suggerisce piuttosto la previsione di una crescita dinamica. È lecito credere che l'inclinazione della curva non sia un buon indicatore, visto che il livello molto basso raggiunto dal segmento breve della curva la obbliga a restare inclinata.

Ora che i fattori di sostegno di breve termine, come gli annunci dei risultati delle imprese o gli stress test delle banche, sono ormai alle spalle, **non vediamo altri elementi favorevoli a breve**. Al contrario, i rischi di correzione legati allo scenario economico o ai rischi strutturali (debito pubblico, riduzione dell'indebitamento delle famiglie...) ci sembrano più tangibili, anche se difficili da prevedere. In questo contesto non roseo siamo indotti ad optare per una lieve sottoesposizione alle azioni. Restiamo neutrali sulle obbligazioni sovrane e leggermente sovrapposti sulle obbligazioni corporate (high yield). Tra le materie prime, la nostra preferenza va ancora all'oro.



ASSET ALLOCATION

Decisioni di allocazione

- Sottoponderazione delle azioni industrializzate
- Neutrali sulle azioni emergenti, che continuiamo a preferire nel medio termine
- Neutrali sui titoli di Stato, sovrapponderazione (ridotta) sul credito High Yield
- Sovrapponderazione dell'oro

Arbitraggio azioni industrializzate

- Aumentata la sovrapponderazione della zona euro
- Passaggio ad una sottoponderazione sul Giappone
- Confermata la sovrapponderazione sugli USA (ridotta a favore della zona euro) e la Gran Bretagna

Arbitraggio azioni emergenti

- Lieve sovrapponderazione di Cina e Russia
- Ritorno alla neutralità su India e Brasile
- Passaggio a una sottoponderazione su Taiwan

Modello di portafoglio bilanciato per i clienti istituzionali

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

MULTI-ASSET CLASS1

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0,15	-1,9%	-1,8%
Emerging Equities	-0,01	-0,1%	-0,1%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0,02	1,4%	2,2%
Investment Grade	0,00	0,1%	0,1%
High Yield	0,07	1,9%	1,9%
COMMODITIES			
Brent Oil	0,00	0,0%	0,0%
Base Metals	0,00	0,0%	0,0%
Gold	0,06	0,6%	0,6%
Agricultural	0,00	0,0%	0,0%
Cash Euro		-2,0%	-2,8%
Module Total		0,0%	0,0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	1,00%
Real Ex-ante Volatility	0,62%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency

EQUITIES: DEVELOPED COUNTRIES1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0,04	0,3%	2,0%
Canada	0,00	-0,2%	-0,7%
Euroland	0,11	1,4%	0,2%
Japan	-0,16	-1,6%	-0,1%
UK	0,08	1,1%	1,0%
Switzerland	-0,01	-0,3%	-0,3%
Australia	-0,05	-0,8%	-2,0%
Module Total	0,0	0,0%	0,00%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN 1

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0,2	5,4%	5,4%
Euroland	-0,3	-11,1%	5,8%
Japan	0,0	0,9%	-4,3%
UK	0,2	3,9%	-5,9%
Switzerland	0,0	0,9%	-0,9%
Module Total	0,0	0,0%	0,00%

EQUITY EMERGING COUNTRIES 2

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0,01	0,1%	0,66%
China	0,05	0,5%	-1,02%
India	0,02	0,2%	-0,97%
South-Korea	0,10	1,0%	0,39%
Taiwan	-0,04	-0,3%	0,68%
Russia	0,05	0,3%	0,25%
South Africa	-0,17	-1,8%	0,01%
Turkey	0,00	0,0%	0,0%
Module Total	0,00	0,0%	0,00%



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Punto di vista

Si esaurisce la spinta

Occupazione ancora in difficoltà negli Stati Uniti

Rilanciare la fiducia delle famiglie e delle imprese

La zona euro finisce in testa al G3...

...ma certamente non vi resterà a lungo

Delusioni americane. La stagione estiva ha lasciato l'impressione di un calo dell'economia americana (crescita dell'1,6% annualizzato nel 2° trimestre) a fronte di una zona euro in piena forma (4%). È indubbio che si tratti di un'immagine un po' distorta: i dati «negativi» pubblicati negli Stati Uniti in agosto e ad inizio settembre hanno semplicemente confermato il rallentamento dell'attività dopo la ripresa industriale legata alla ripresa del commercio mondiale nel 2009 e alla correzione delle scorte che ne è seguita. L'occupazione non è ancora ripartita e questa nuova «ripresa senza occupazione» si accompagna questa volta ad un forte incremento della durata del periodo medio di disoccupazione. Ciò è essenzialmente dovuto alla riluttanza delle imprese ad assumere dopo aver proceduto a massicci licenziamenti nel 2008 e 2009 e rischia di alimentare un circolo vizioso nel quale le famiglie continueranno ad innalzare il loro risparmio ben oltre il tasso attuale (attorno al 6%), quindi non aumenteranno i consumi limitando la crescita economica e l'occupazione. Questa eventualità potrebbe portare al tanto temuto «double dip» ma non è la nostra ipotesi centrale, anche se le recenti dichiarazioni di Ben Bernanke o di Barack Obama mostrano come l'occupazione resti la principale preoccupazione delle autorità. Il Presidente ha infatti annunciato nuove misure per promuovere «la crescita e le assunzioni» e «incoraggiare le imprese a creare posti di lavoro sul territorio americano» attraverso riduzioni di imposte per le PMI ed un migliore accesso al credito. Si tratta di ridare fiducia agli attori economici in una fase in cui il tasso di disoccupazione resterà elevato nei prossimi mesi – senza impedire incrementi dei salari. La crescita fragile resta sotto osservazione.

Buone sorprese per la zona euro. Mentre gli Stati Uniti ed il Giappone hanno mostrato segnali di rallentamento nel 2° trimestre, la zona euro ha registrato una crescita dell'1% dovuta ad un solido aumento degli investimenti (+1,8%), oltre che alla buona tenuta dei consumi (+0,5%). La Germania ha mostrato numeri molto buoni, con un rialzo del PIL del 2,2% trainato dagli investimenti (beni strumentali ed edilizia) e dalle esportazioni nette. I sondaggi sulla congiuntura economica restano nel complesso orientati positivamente e segnalano ancora un'espansione dell'attività, ma le prospettive delineate dagli imprenditori e dai responsabili degli acquisti iniziano a peggiorare, segno che al di là del trimestre in corso domina l'incertezza. Anche se la domanda interna è migliorata, le economie europee (che presentano inoltre forti disparità) non sembrano in grado di sfuggire al rallentamento mondiale. Piuttosto che a una «decoupling», assistiamo al tradizionale sfasamento del ciclo economico tra le due sponde dell'Atlantico. Lo scenario più probabile è quello di una crescita moderata dei paesi industrializzati nel loro insieme, dovuto ad una situazione strutturale fragile nella quale il processo di disindebitamento degli attori privati pesa sulle spese, mentre i deficit pubblici costituiscono una minaccia sullungo termine.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP y.o.y %								Inflation y.o.y %															
	2009				2010				2011				2009				2010				2011			
	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M				
Developed Economies																								
USA	-2.6	2.9	3.2	2.6	[3.1]	2.8	4.0	1.8	[3.0]	-0.3	1.6	1.9	1.3	[1.7]	1.4	2.7	0.2	[1.5]						
Canada	-2.5	3.4	3.6	3.0	[3.5]	2.7	3.5	2.1	[2.8]	0.3	1.8	2.2	1.5	[1.9]	2.2	2.7	1.8	[2.2]						
Euro zone	-4.1	1.2	1.5	0.8	[1.1]	1.4	2.1	0.6	[1.4]	0.3	1.5	1.7	1.3	[1.5]	1.6	2.1	1.0	[1.5]						
UK	-4.9	1.5	1.9	0.9	[1.3]	2.0	2.9	1.0	[2.1]	2.2	3.0	3.4	2.7	[3.0]	2.6	3.9	1.5	[2.3]						
Switzerland	-1.5	2.1	2.5	1.6	[2.0]	1.8	2.5	1.2	[1.8]	-0.5	0.8	1.1	0.3	[0.8]	0.9	1.5	0.5	[1.0]						
Japan	-5.3	3.2	3.6	2.7	[3.2]	1.5	2.6	0.3	[1.6]	-1.4	-1.0	-0.7	-1.3	[-1.0]	-0.2	0.4	-0.6	[-0.2]						
Australia	1.3	3.0	3.8	2.7	[3.0]	3.4	4.1	2.6	[3.3]	1.8	3.0	3.2	2.8	[3.2]	3.0	3.6	2.6	[3.1]						

Source: Consensus Forecasts as of 09/08/2010



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Aree industrializzate

La politica economica serve ancora

Le Banche Centrali restano prudenti sulla congiuntura

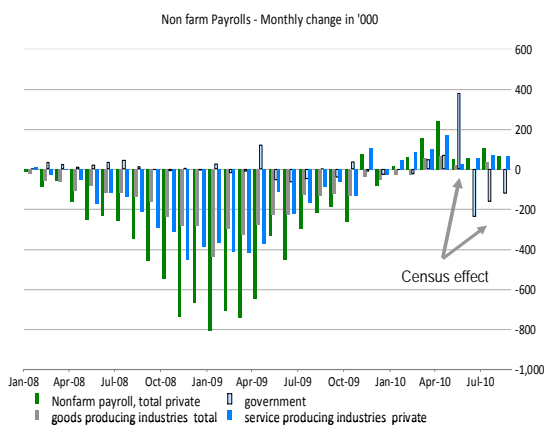
Le misure non convenzionali di politica monetaria non sono rimesse in discussione, anzi tutt'altro

Ancora un lieve rilancio?

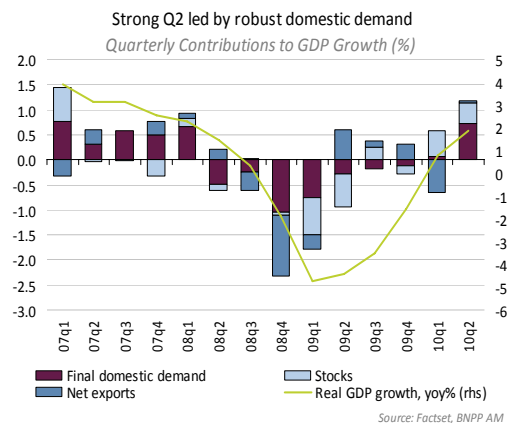
Le Banche Centrali non allentano i loro sforzi. In agosto, il tono è radicalmente cambiato: mentre fino a quel momento i commenti delle banche centrali evocavano le strategie di uscita dalle politiche monetarie non convenzionali, in agosto hanno al contrario prorogato o accentuato queste misure. La Fed ha dato il "la" il 10 del mese, indicando che intendeva investire in titoli del Tesoro a lungo termine i proventi dei titoli di debito di agenzie e di MBS giunti a scadenza o rimborsati in anticipo. Questa operazione mira a mantenere costante l'ammontare totale dei titoli detenuti (2.050 miliardi al 4 agosto) per evitare una «stretta passiva». Le somme in gioco sono modeste (400 miliardi entro la fine del 2011) ma Ben Bernanke ha lasciato intendere che ulteriori acquisti potrebbero essere programmati senza peraltro limitarsi ai T-note. Per essere precisi, si tratterebbe in questo caso di un allentamento quantitativo che la Fed, divisa sull'argomento, potrebbe decidere di varare in caso di un nuovo peggioramento del quadro economico. A fine agosto, la Banca del Giappone ha aumentato l'ammontare dei prestiti a tasso fisso concessi alle banche per permettere loro di finanziare l'economia. La Banca Centrale Europea ha confermato che le operazioni straordinarie di rifinanziamento a tasso fisso senza tetto saranno prorogate almeno fino all'inizio del 2011. Infine, la Banca d'Inghilterra sembra disposta a riprendere i suoi acquisti di titoli pubblici visto che la crescita perde vigore. Anche nei grandi paesi industrializzati che hanno avviato il loro ciclo di stretta monetaria (Australia, Norvegia, Canada), il ritmo dovrebbe essere adattato allo scenario economico internazionale. I tassi di interesse sono destinati a restare bassi per molto tempo, il che costituisce un importante elemento di sostegno.

Aggiustamenti fiscali moderati. Il FMI sottolinea che una «stretta prematura della politica fiscale potrebbe compromettere la ripresa appena avviata» ma che non vi deve essere «un ulteriore impulso». Con l'esclusione dei paesi nel mirino dei mercati finanziari, come Grecia o Portogallo, i governi sembrano decisi a rinviare le misure di rigore fiscale. Sebbene con importi limitati, il Giappone e gli Stati Uniti hanno annunciato nuovi piani di rilancio, già in larga parte finanziati, destinati a sostenere la domanda interna e l'occupazione. Le economie industrializzate non sembrano ancora in grado di sostenere un brusco ritorno a politiche economiche «normali» (aumento dei tassi a breve, riduzione dei deficit). È anche probabile che se i rischi di una nuova recessione aumentassero nettamente, nuove misure di rilancio verranno decise con l'avallo delle organizzazioni internazionali.

Stati Uniti: Delude la creazione di posti di lavoro



Zona Euro: crescita equilibrata



PROSPETTIVE ECONOMICHE

Zone emergenti

Decelerazione rapida del ciclo economico. Stabilizzazione in Cina

Prosegue il rallentamento ciclico nei mercati emergenti

Forte domanda interna, liquidità abbondante

L'economia indiana continua a mostrarsi resistente e forte

Fine della decelerazione del ciclo economico in Cina

Immobiliare ancora in surriscaldamento, ma nessun rischio sistemico

Prosegue il rallentamento ciclico dell'attività economica, confermando il segnale fornito dagli indicatori prospettici negli ultimi due trimestri. La decelerazione dovrebbe proseguire ancora per qualche mese, come suggerisce anche la flessione della componente dei nuovi ordinativi del sondaggio ISM americano. I segnali di rallentamento sono visibili in Corea e a Taiwan, dove le esportazioni si contraggono su base mensile, penalizzate da un lato dall'indebolimento della domanda globale e, dall'altro, dal ciclo ribassista dell'informatica. L'eliminazione delle eccedenze nelle scorte accentuerà la flessione.

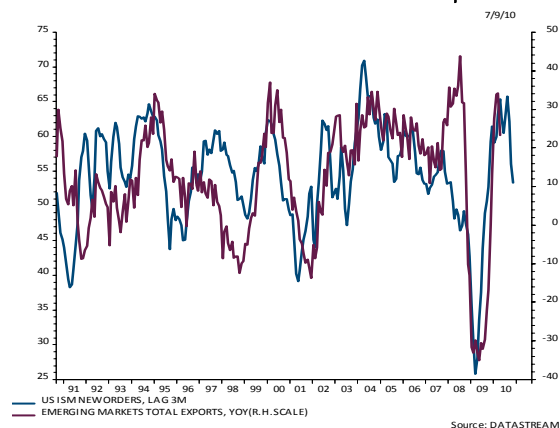
La domanda interna resta ancora orientata positivamente, ma la stretta monetaria ed un livello di fiducia già prossimo ai massimi storici limitano il potenziale di miglioramento. Il rinvio della stretta monetaria nei paesi industrializzati riduce la pressione sulle banche centrali emergenti, che potranno mantenere una liquidità abbondante, favorendo quindi la domanda interna. La crescita delle economie emergenti nel 2010 non dovrebbe risentire della situazione, mentre quella del 2011 ha subito solo una modesta correzione al ribasso (-0,2%), che ha riportato il tasso di crescita al 5,8%.

L'economia brasiliana ha chiaramente superato il suo punto di massimo, sostenuta dal contributo importante della ricostituzione delle scorte, che dovrebbe venir meno nei prossimi trimestri, ridimensionando quindi il tasso di crescita del Brasile nel 2011.

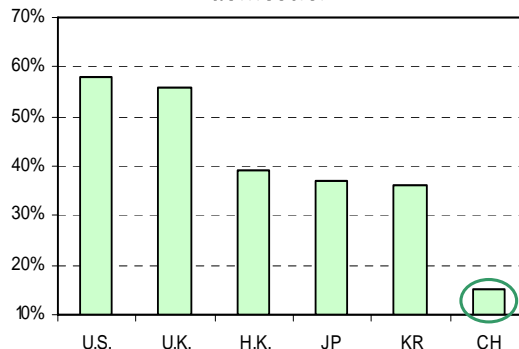
L'attività resta molto sostenuta in India. Nel secondo trimestre è cresciuta di oltre l'8,8%, superando nettamente le attese, trainata dalle attività manifatturiere, dei servizi, oltre che dai buoni raccolti.

In Cina, sembra confermato l'atterraggio morbido dell'economia, con un riequilibrio verso la domanda interna. In effetti, l'indice PMI, la produzione industriale e le vendite al dettaglio accelerano di nuovo. Meglio ancora, anche i prestiti bancari sembrano ripartire. L'inflazione è in rialzo, ma è trainata dai prezzi dei beni alimentari, sotto l'effetto delle recenti inondazioni, mentre l'inflazione sottostante conferma la sua tendenza ribassista. La stretta sul mercato immobiliare dovrebbe proseguire, poiché le autorità cinesi vogliono evitare lo scoppio della bolla, che potrebbe minacciare la solidità del suo sistema bancario e la stabilità sociale. Il modesto indebitamento delle famiglie, e l'esposizione moderata dei bilanci delle banche al mercato immobiliare limitano il rischio sistemico.

Attenzione al rallentamento delle esportazioni



Prestiti immobiliari in % del totale dei crediti domestici



Source: BCA/PBoC



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Titoli di Stato

Pessimismo o realismo?

Aumentano i timori di una ricaduta economica

Come spesso accade, il recente calo dei rendimenti è funzione di numerosi fattori. Il confine tra movimenti «normali» ed eccesso di reazione non è marcato, ma sembra che i mercati obbligazionari siano più cauti dei mercati azionari o del credito.

Per quanto riguarda i fattori economici, la pubblicazione di dati deludenti negli Stati Uniti ha confermato il rallentamento del ritmo di crescita che avevamo previsto. Le statistiche indicano inoltre, soprattutto attraverso la netta debolezza delle vendite di abitazioni, che il mercato immobiliare americano resta fragile. Queste debolezze, sommate ad un mercato del lavoro poco dinamico, alimentano nuovi timori di una ricaduta in recessione. Pur non condividendo questo scenario e privilegiando quello di una crescita positiva ma debole, riteniamo che i rischi di un «double dip» siano aumentati.

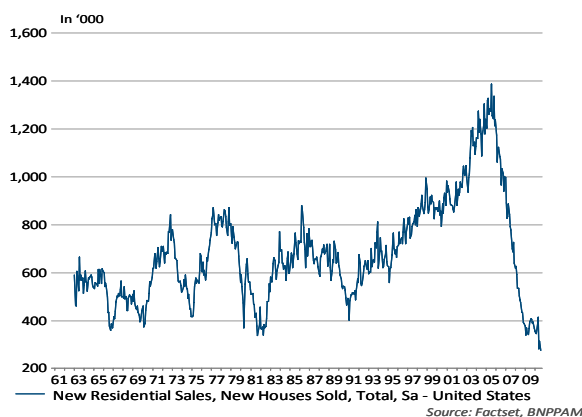
Sul fronte dell'inflazione, le cose non sono ancora rassicuranti. Resta in territorio positivo, ma la crescita debole dei prezzi ci accompagnerà ancora per un certo periodo, impedendo un incremento del premio sui tassi. Contemporaneamente, tuttavia, lascerà maggiori margini di manovra alle banche centrali per eventualmente accrescere l'allentamento monetario, attraverso ulteriori riacquisti di titoli (Fed, BoE) oppure mediante operazioni di rifinanziamento più a lungo termine (BCE). In attesa delle decisioni su queste misure, le pressioni ribassiste sui tassi dovrebbero persistere.

Momentum positivo, valutazioni care

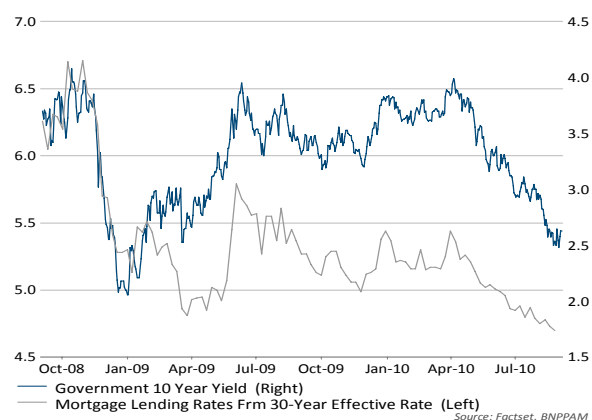
In conclusione, i timori legati ad una ricaduta economica e alla deflazione, la possibilità di ulteriori misure quantitative delle banche centrali e le tensioni legate alla crisi sovrana europea continueranno ad esercitare pressioni ribassiste sui rendimenti. Tuttavia, se si ritengono eccessivi questi timori, i titoli di Stato restano piuttosto cari in termini di valutazione, e quindi esposti a correzioni in caso di dati economici migliori del previsto.

Riteniamo che lo scenario globale resti piuttosto favorevole a breve termine per i titoli di Stato, che invece anticipano un quadro un po' troppo pessimistico e trattano a livelli piuttosto cari. Confermiamo quindi la posizione neutrale del portafoglio, con una preferenza per gli Stati Uniti e la Gran Bretagna rispetto al Bund tedesco.

L'immobiliare americano ancora in difficoltà



Tassi bassi anche senza misure supplementari



MERCATI OBBLIGAZIONARI

Credito IG e HY

Tassi bassi a lungo, ma la volatilità?

Incertezze economiche e rischi sovrani incombono ancora

Le obbligazioni private hanno registrato un ottimo andamento in un contesto caratterizzato da un peggioramento delle prospettive economiche e dai tassi d'interesse sottostanti che scendevano ai minimi storici, due condizioni che paradossalmente dovrebbero risultare sfavorevoli per le imprese.

Molto è stato detto, anche da noi, su quale sia lo scenario ideale per i mercati del credito, ma la riduzione dell'indebitamento, una crescita debole ed i tassi d'interesse bassi offrono in effetti condizioni propizie per il credito IG e HY. Tuttavia, vi sono oggi altri fattori che rendono più incerto l'esito nel medio termine.

In primo luogo, le incertezze economiche continuano ad accentuarsi. Pur non rappresentando il nostro scenario centrale, la possibilità di un ritorno in recessione continua ad ossessionare i mercati. Non sembra che per il momento abbiano effetti visibili sul credito, ma restano comunque un' importante fonte di rischio.

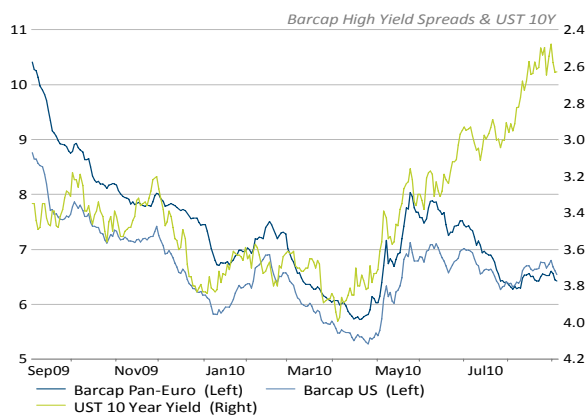
In secondo luogo, è cruciale tenere conto di come i rischi sul debito sovrano europeo influiscano sull'andamento degli spread del credito. Un'analisi più dettagliata mostra infatti come il comportamento degli emittenti differisca a seconda che appartengano ai cosiddetti paesi «core» o a paesi periferici, nei settori finanziario e non-finanziario. Questo rischio sovrano costituisce un ulteriore elemento di disturbo in grado di accrescere la volatilità dei mercati.

In conclusione, anche se lo scenario attuale resta piuttosto favorevole al credito, sussistono nel breve termine elementi di rischio non trascurabili. Nel medio termine, scartata l'ipotesi di una nuova recessione, riteniamo che gli spread del credito possano ulteriormente diminuire.

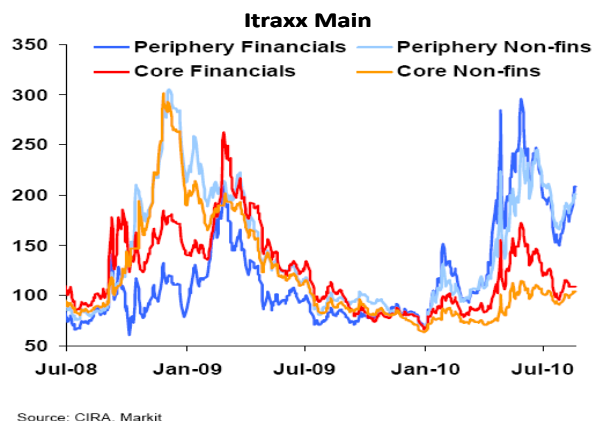
Ridotta la sovrapponderazione sul HY

Alla luce di questi rischi, riduciamo per ora la nostra sovrapponderazione sul segmento High Yield.

Divergenza tra tassi d'interesse e spread



Differenza tra indici CDS, core e periferia



MERCATO DEI CAMBI

Le valute «rifugio» ancora molto ricercate

I dubbi sull'economia americana dettano il ritmo alle valute

Stabilizzazione a breve termine, ma l'orientamento resta ribassista

Lo yen dovrebbe restare forte nel breve termine ...

... e il franco svizzero pure

Il dollaro è ripartito al rialzo. All'inizio di agosto, l'euro aveva superato quota 1,33 dollari, i massimi da tre mesi, ma la pubblicazione negli Stati Uniti di un deludente rapporto sull'occupazione ha innescato il rialzo del dollaro, alimentato anche da altri dati statunitensi poco entusiasmanti. Il dollaro non ha risentito a lungo della decisione del FOMC del 10 agosto di mantenere invariata la dimensione del suo bilancio attraverso l'acquisto di titoli del Tesoro, ma ha al contrario beneficiato, grazie al suo ruolo di moneta «rifugio», dello scenario più prudente sulla crescita delineato dalla Fed. Contemporaneamente, i dati incoraggianti sulla congiuntura europea non sono riusciti a sostenere l'euro. È quindi il tema del ritorno dell'«avversione al rischio», e non quello del differenziale di crescita, a spiegare in larga parte gli ultimi sviluppi sul mercato dei cambi. Questa configurazione dovrebbe trovare conferma nell'immediato, con la parità EUR/USD che dovrebbe oscillare in funzione degli indicatori pubblicati nell'intervallo osservato da metà agosto (1,25 - 1,30). Più nel lungo termine, i problemi strutturali della zona euro (indebitamento, disparità delle situazioni tra paesi membri, crescita potenziale limitata) rischiano invece di pesare maggiormente sull'euro.

Tra le valute del G10, lo yen e il franco svizzero hanno registrato i maggiori rialzi nell'ultimo mese. La parità USD/JPY sembra ormai saldamente sotto la soglia simbolica di 85, livelli che non si registravano da quindici anni. Le autorità giapponesi hanno ricominciato a criticare con più vigore l'eccessiva forza dello yen, tuttavia senza successo. L'impatto delle loro dichiarazioni è stato infatti penalizzato dalle loro esitazioni durante l'estate, dalla modestia delle misure finalmente annunciate dalla Banca del Giappone e da una situazione politica confusa. Salvo nel caso di un ulteriore e forte rafforzamento dello yen, un intervento diretto sul mercato dei cambi appare poco probabile, tanto più che il Giappone non ha ottenuto per ora il sostegno dei suoi partner.

Il franco svizzero ha toccato un nuovo massimo storico nei confronti dell'euro a fine agosto. La parità EUR/CHF è infatti passata sotto quota 1,30 il 25 del mese, all'indomani del declassamento dell'Irlanda ad opera di un'agenzia di rating che ha rilanciato i timori sulla crisi del debito sovrano. All'inizio di settembre, è puntualmente passata sotto 1,28. In giugno, la BNS aveva evitato nella sua relazione sulla politica monetaria di citare la sua risoluta opposizione «ad un eccessivo rafforzamento del franco nei confronti dell'euro» e interrotto gli interventi sul mercato dei cambi che si erano rivelati infruttuosi vista la forza dell'economia svizzera. Come la BoJ, anche la BNS appare molto isolata nell'affrontare il problema.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2009	09-Sep-10	3Q 2010		4Q 2010		1Q 2011		2Q 2011	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.43	1.2745	1.20	1.30	1.20	1.25	1.15	1.20	1.10	1.15
	USD / JPY	93	83.92	85	90	87	95	90	100	100	105
	USD / CAD	1.05	1.0369	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05	1.00	1.10
	AUD / USD	0.90	0.9187	0.82	0.87	0.82	0.87	0.85	0.90	0.85	0.90
	GBP / USD	1.61	1.5485	1.47	1.56	1.44	1.53	1.38	1.47	1.37	1.46
	USD / CHF	1.03	1.0097	1.06	1.10	1.07	1.11	1.11	1.15	1.16	1.21
EUR Block	EUR / JPY	134	106.95	106	113	107	116	106	118	113	118
	EUR / GBP	0.89	0.8231	0.80	0.85	0.80	0.85	0.80	0.85	0.77	0.82
	EUR / CHF	1.48	1.2868	1.30	1.35	1.28	1.33	1.30	1.35	1.32	1.37

Source: BNPPAM as of 9/9/2010



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Lieve sottoponderazione dato il rischio di discesa

Prospettive di crescita modesta, non di un ritorno in recessione...

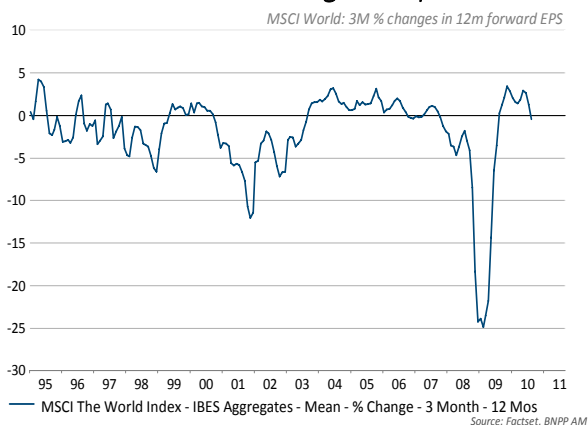
... mentre cambiano i toni delle banche centrali

Le statistiche economiche pubblicate nelle ultime settimane hanno rassicurato in parte gli investitori sulla natura del rallentamento economico in atto dopo un inizio di agosto segnato da numerose delusioni sul fronte dell'economia. Il rimbalzo degli indicatori sull'attività manifatturiera per il mese di agosto (ISM negli Stati Uniti, PMI in Cina), il lieve miglioramento del mercato del lavoro negli USA e la forte crescita del PIL del 2° trimestre nella zona euro, tra gli altri, sottolineano come **i timori di una ricaduta in recessione sembrano eccessivi**. Tuttavia, numerosi rischi di ribasso pesano sull'economia (lungo processo di riduzione dell'indebitamento delle famiglie, rigore fiscale per frenare l'impennata del debito pubblico nei prossimi anni). **Confermiamo quindi il nostro scenario di crescita positiva ma molto più moderata a partire dal secondo semestre 2010 e oltre.**

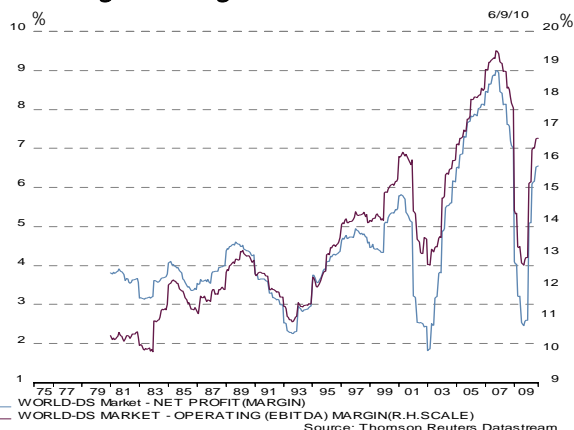
Tenuto conto della debolezza dell'economia e dei rischi deflazionistici ancora presenti, le banche centrali dei principali paesi industrializzati hanno adottato un tono più prudente durante l'estate, mentre quelle che avevano avviato un ciclo di normalizzazione monetaria (la RBA ad esempio) preferiscono prendersi una pausa di riflessione per capire meglio l'impatto del rallentamento mondiale sulla loro economia. Le «strategie di uscita» dalle misure eccezionali di sostegno alla liquidità non sono più all'ordine del giorno (soprattutto Fed e BCE) e riteniamo che non sia da escludere che la Federal Reserve americana inizi un nuovo programma di «*quantitative easing*» probabilmente entro la fine dell'anno.

In un clima di incertezze sulla sostenibilità di questa crescita debole e sulla reazione delle autorità monetarie - mentre nei paesi industrializzati restano pochi margini di manovra fiscale - prevediamo un periodo di volatilità dei mercati, che ci ha indotto ad **adottare una sottoposizione ai mercati azionari industrializzati a fine agosto**¹. In assenza di un fattore di catalizzazione nel medio termine per un rialzo degli indici di borsa, ad eccezione degli annunci rassicuranti sulla nuova regolamentazione delle banche (Basilea 3), il bilancio dei rischi ci sembra effettivamente negativo.

Revisioni al ribasso degli utili per azione



I margini sono già nettamente aumentati



¹ Flash « Riduzione del rischio nella nostra allocazione degli attivi », 25 agosto 2010



MERCATI AZIONARI

Mercati industrializzati

Revisioni al ribasso degli utili nei prossimi mesi

Inoltre, i mercati azionari dovrebbero essere penalizzati dalle notizie sempre meno positive provenienti dalle imprese dopo l'ottima stagione di risultati del 2° trimestre.

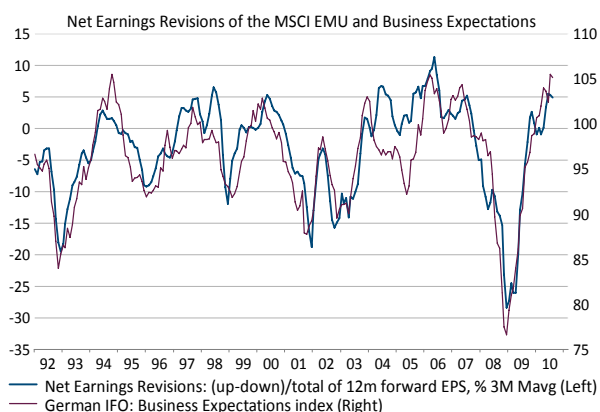
Come andiamo sottolineando da mesi, l'aumento dei fatturati delle imprese dovrebbe erodersi di pari passo con il rallentamento economico, mentre il potenziale di ulteriore espansione dei margini operativi dovrebbe essere sempre più limitato. Il buy-back di azioni e le attività di fusione e acquisizione potranno avere un impatto favorevole sugli utili per azione (attraverso la diminuzione del numero di azioni o la crescita esterna e le sinergie), ma non saranno sufficienti per invertire la tendenza all'indebolimento della crescita degli utili. Gli analisti dovrebbero continuare a rivedere al ribasso le loro aspettative di crescita degli utili per i prossimi trimestri. La loro previsione di un incremento del 16% nel 2011 degli utili per azione delle società dell'indice MSCI World, dopo il 37% in media del 2010, appare infatti troppo ottimistica in uno scenario di crescita modesta.

Ripartizione geografica: ridotta la portata delle posizioni e preferenza per la zona euro

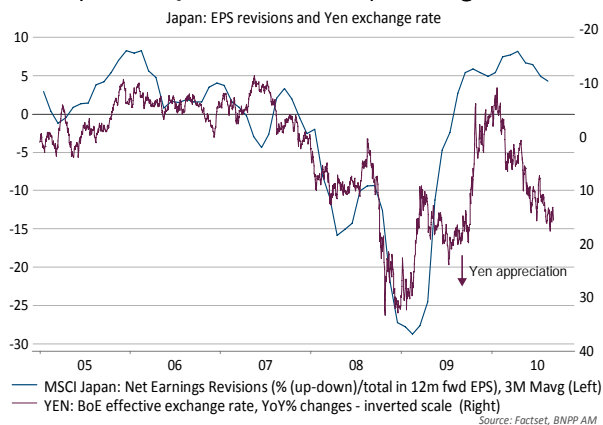
L'aumento previsto della volatilità ci ha indotto a **ridurre la portata delle nostre posizioni geografiche. Aumentiamo provvisoriamente la nostra esposizione alla zona euro** che beneficia di una valuta relativamente debole, dello sfasamento della sua economia rispetto al ciclo americano e della riduzione dei timori sul rischio sovrano degli Stati periferici. Il rallentamento mondiale e le difficoltà strutturali della zona limiteranno tuttavia la durata di questa posizione al massimo a pochi mesi. Restiamo inoltre favorevoli nel breve termine al mercato britannico, alla luce di valutazioni e di una politica monetaria ancora favorevoli, nonostante i forti limiti strutturali che pesano su questa economia. Parallelamente, riduciamo nettamente la nostra sovrapponderazione sul mercato USA a causa di un ciclo macroeconomico in rallentamento e nonostante una politica monetaria e fiscale particolarmente favorevole. La nostra sottoesposizione sul mercato australiano è confermata a causa delle sue valutazioni elevate e delle incertezze sui prossimi orientamenti di politica economica.

Infine, **ritorniamo ad una sottoesposizione netta al mercato giapponese**, penalizzato dalla forza dello yen ma anche dalle incertezze sulla politica economica del suo governo in uno scenario ancora deflazionistico.

UME: utili per azione ben orientati a breve termine



Japon : la forza dello Yen pesa sugli utili



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Sovraperformance dei settori difensivi e dei mercati minori

Andamento laterale e volatile delle borse, secondo gli indicatori prospettici

Forte sovraperformance dei settori interni e difensivi, e dei mercati minori

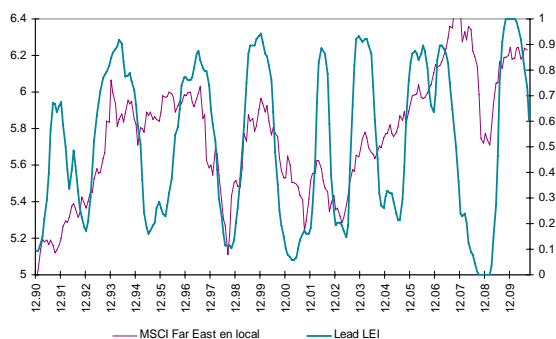
La fase di consolidamento dei mercati emergenti dovrebbe proseguire, caratterizzata da un movimento laterale e volatile degli indici. Questa configurazione dovrebbe proseguire ancora per qualche mese, poiché gli indicatori prospettici (LEI) continueranno ad essere orientati negativamente, pur avvicinandosi rapidamente ai punti di minimo. Non crediamo che il «lead LEI», il nostro indicatore di inversione di tendenza, cambi direzione prima della fine dell'anno. Inoltre, gli indicatori delle revisioni degli utili sembrano finalmente orientati al ribasso, rispecchiando la prudenza delle imprese e il rallentamento del ciclo economico, il che non è favorevole per i mercati.

Questa situazione è particolarmente visibile per le borse molto cicliche, quali Taiwan o Corea, la cui crescita stimata degli utili per il 2011 è molto modesta rispetto al 2010, risultato di un effetto di base ma anche delle maggiori difficoltà nel settore tecnologico.

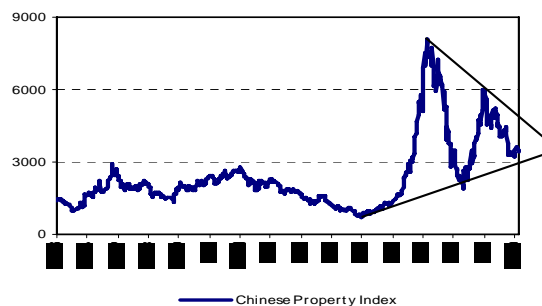
L'importante sovraperformance delle borse emergenti in corso dal mese di maggio è sorprendente in un contesto di stretta monetaria nelle economie emergenti. Solamente il mercato cinese ha reagito secondo la teoria, in forte ribasso e strettamente correlato con la stretta monetaria. È interessante rilevare come i settori emergenti che hanno tenuto meglio siano i titoli interni e difensivi, mentre i ciclici (tecnologie, materiali e industriali) evidenziano una performance in linea con i mercati industrializzati. A livello di paese, i mercati minori, poco liquidi e con poco flottante, sono decollati sotto la spinta di massicci afflussi di fondi internazionali, attratti dalla natura domestica delle borse. I principali mercati come la Cina o il Brasile mostrano invece performance modeste o negative dall'inizio dell'anno.

Decidiamo di riportare a neutrale l'esposizione agli emergenti, in linea con la nostra decisione di ridurre la rischiosità complessiva del nostro portafoglio. In effetti, anche se i fondamentali sono divenuti più positivi nelle economie emergenti e mostrano una buona tenuta rispetto alla congiuntura globale, le borse emergenti non potranno andare controcorrente. La correlazione tra le borse emergenti e industrializzate è persino aumentata, raggiungendo un coefficiente di correlazione di 0,9. Questo fenomeno è dovuto all'importante ruolo svolto dai fondi GEM passivi e dagli ETF, veicoli privilegiati per modificare il rischio tattico dei portafogli.

Lead LEI : nessun sostegno ciclico per le borse



Immobiliare cinese: quale la direzione ora?



MERCATI AZIONARI

Mercati emergenti

Nel medio termine, confermiamo il nostro ottimismo sui mercati emergenti. Infatti, il potenziale di crescita economica e degli utili resta intatto, mentre il picco del ciclo d'inflazione è ormai alle spalle, il che autorizza le Banche Centrali ad allentare le redini monetarie. A livello più strutturale, è da rilevare il basso indebitamento dei consumatori, delle imprese e dei governi, la buona salute del sistema bancario, e l'eccedenza della bilancia corrente che dovrebbe riuscire a sostenere il rafforzamento delle valute.

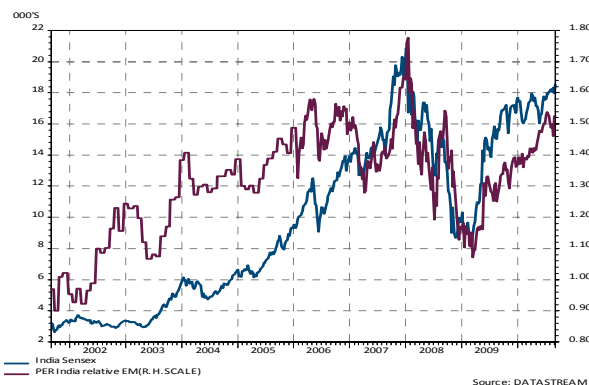
Lieve sovrapponderazione in Cina in attesa di una inversione degli indicatori prospettici

Confermiamo la nostra modesta sovraesposizione in Cina, anche se i reali segnali di un'inversione di tendenza non emergeranno prima della fine dell'anno (massa monetaria M2, indicatori prospettici). Riteniamo che l'economia si orienti verso un atterraggio morbido, come suggeriscono il rimbalzo dell'indice PMI di agosto e i prestiti bancari, il che è positivo per la politica monetaria e per le borse. Dal punto di vista tecnico, il mercato cinese (H-Shares), sta testando un'importante linea di resistenza. La valutazione è corretta e la maggior parte dei fondi ha sottoponderato questo mercato.

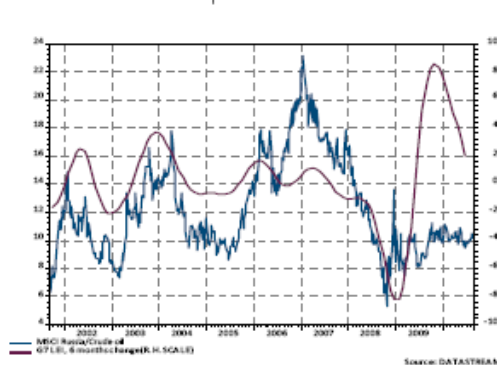
India: cara, ma economia interna e borsa difensiva

Riduciamo la nostra posizione sulla Russia. Sebbene l'economia mostri qualche segnale di crescita, l'inflazione resta molto elevata. Le valutazioni restano estremamente basse rispetto all'universo dei mercati emergenti (40 % di sconto). Tuttavia, il mercato è sensibile al prezzo del petrolio (sul quale siamo attualmente neutrali). Per quanto riguarda l'**India**, gli ultimi dati mostrano che l'economia è in piena accelerazione, mentre la maggioranza degli altri paesi emergenti subisce un rallentamento ciclico. La domanda interna indiana offre un potenziale di crescita elevato e relativamente immune alla debolezza del ciclo globale. Aumentiamo a neutrale la nostra esposizione. Al contrario, le valutazioni non sono interessanti. Le prospettive per il mercato delle materie prime e i tassi d'interesse penalizzano le prospettive sui ricavi. La ripresa economica del **Brasile** prosegue con una crescita impressionante del PIL nel 2° trimestre, anche se un rallentamento è atteso per i prossimi semestri a causa della riduzione delle scorte. Inoltre, la fiducia dei consumatori ha raggiunto un nuovo record, riducendo il potenziale di miglioramento. L'inflazione si è stabilizzata a un livello soddisfacente, il che dovrebbe motivare la Banca Centrale ad allentare la pressione sul freno monetario. Aumentiamo a neutrale la nostra allocazione.

India: una posizione cara, ma l'economia è resistente



Russia: sensibile al petrolio e al G7



STRATEGIE ALTERNATIVE

Materie Prime

Posizionamento prudente sulle materie prime. Ancora preferito l'oro

Le scorte petrolifere raggiungono nuovi record, nonostante l'aumento della domanda

Il peggioramento dei dati macroeconomici negli USA ha fortemente pesato sui corsi del **greggio**, tanto più che le statistiche sulle scorte petrolifere avevano deluso gli investitori. In effetti le scorte di greggio e di prodotti petroliferi hanno raggiunto livelli record. Tuttavia, questi dati sembrano occultare in parte il miglioramento della domanda. Infatti, le statistiche evidenziano un solido incremento della domanda sia di carburanti sia di prodotti destinati all'industria. Se il trend dovesse proseguire, nonostante il rallentamento economico, i prezzi del petrolio potrebbero aumentare. Nel breve termine, tuttavia, le incertezze sullo stato di salute dell'economia sono numerose. **Restiamo quindi neutrali.**

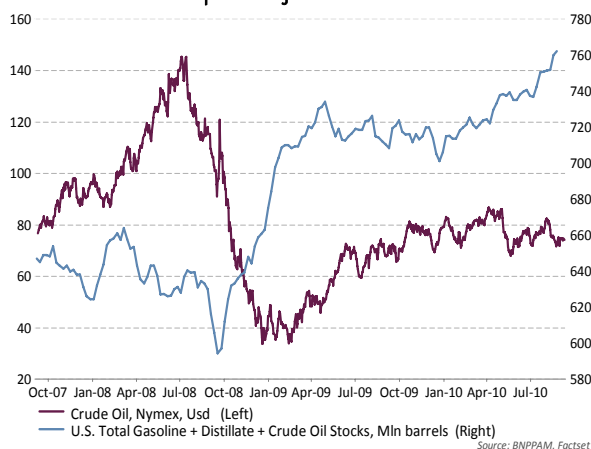
Nonostante il calo della domanda (comunque in linea con i trend stagionali), e uno scenario macroeconomico meno favorevole, **i metalli di base** hanno resistito molto bene. Una delle ragioni è probabilmente legata alla fiducia degli investitori sullo stato di salute delle economie emergenti, che sono quelle che partecipano di più alla crescita della domanda di metalli. Tuttavia, un quadro macroeconomico ancora incerto e i dubbi sulle condizioni del settore edile in Cina potrebbero pesare sui corsi. **Restiamo neutrali sui metalli di base.**

La domanda d'investimento dovrebbe continuare a sostenere i corsi dell'oro

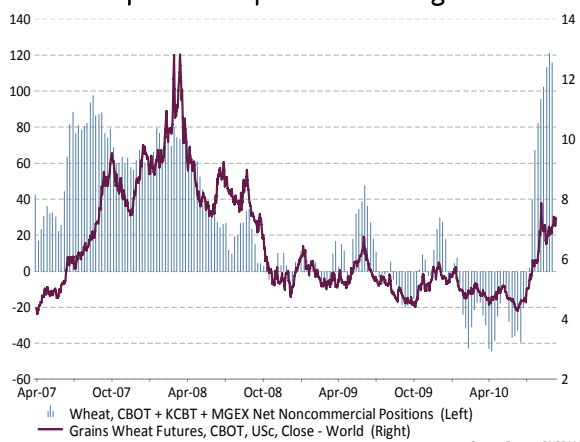
In uno scenario macroeconomico in peggioramento, **l'oro** ha continuato a beneficiare del forte interesse degli investitori. Si tratta di una domanda vitale per questo metallo, dal momento che la domanda «tradizionale» legata al settore dei gioielli stenta a riprendersi a causa dei prezzi elevati. Tuttavia, nei prossimi mesi le forti incertezze macroeconomiche ed il permanere di un quadro monetario favorevole dovrebbero permettere di sostenere la domanda di investimento. **Manteniamo una esposizione positiva sull'oro.**

I prezzi dei **cereali** si sono impennati a seguito delle perdite sulla produzione russa di grano, che hanno fatto riemergere i timori di penuria. Le scorte mondiali, tuttavia, sono state fortemente ricostituite dopo due anni di raccolti record e, a meno di una seconda catastrofe meteorologica, i prezzi dovrebbero stabilizzarsi. La dimensione delle posizioni speculative induce inoltre alla prudenza, dal momento che potrebbero subentrare prese di benefici. **Siamo neutrali sui cereali.**

Le scorte petrolifere a livelli record



Le posizioni speculative sul grano



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.

**"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.

