



Strategia d'Investimento

Gennaio 2012



ASSET ALLOCATION	2
PROSPETTIVE ECONOMICHE	3
PUNTO DI VISTA	3
MERCATI INDUSTRIALIZZATI	4
ZONE EMERGENTI	5
MERCATI OBBLIGAZIONARI	6
TITOLI DI STATO	6
CREDITO IG E HY	7
MERCATO DEI CAMBI	8
MERCATI AZIONARI	9
MERCATI INDUSTRIALIZZATI	9
MERCATI EMERGENTI	10
STRATEGIE ALTERNATIVE	13
MATERIE PRIME.....	13

Il miglioramento è sostenibile?

Dall'inizio del 2012, i mercati sono rimasti in una fase molto favorevole, caratterizzata soprattutto da un orientamento rialzista degli attivi rischiosi, e dall'andamento positivo di alcuni spread intra-UME. All'origine di questo trend più favorevole vi è probabilmente lo spostamento dell'attenzione del mercato dalla crisi della zona euro (che ha dominato nella seconda metà del 2011) ad altri argomenti più favorevoli: tra questi, i segnali di resistenza dell'economia americana, che ha confermato negli ultimi mesi che restava positiva, e dell'economia cinese (gli indicatori prospettici e l'ultimo dato sul PIL fanno propendere per un atterraggio morbido), nonché l'allentamento delle condizioni finanziarie in Europa grazie alle operazioni di rifinanziamento realizzate dalla BCE.

Si tratta di elementi positivi che tuttavia non sorpremono particolarmente, poiché piuttosto in linea con le nostre attese. La crescita americana non si rivela superiore alle attese del consensus degli economisti di alcuni mesi fa, la crescita cinese sta ancora avviando un assetto di crociera meno dinamico di prima, e non vi sono mai stati particolari dubbi per la maggior parte degli osservatori e per noi che la BCE intendesse fornire la liquidità necessaria alle banche per rifinanziarsi. Quindi, si può anche vedere in questo rimbalzo una "reazione" alle analisi generalmente pessimistiche del consensus e alle posizioni conservatrici che dominavano tra gli investitori da alcuni mesi.

Questa tregua è positiva ma per una serie di ragioni non ci sembra una inversione di tendenza. Siamo del parere che la crescita americana resterà nel complesso limitata nel 2012, ed è poco probabile che i mercati si entusiasmino durante l'anno per le prospettive di crescita negli Stati Uniti, tenuto conto della stretta fiscale che dovrà iniziare l'anno prossimo. Per quanto riguarda la zona euro, invece, i rischi economici ci sembrano in calo ma pochi problemi ci appaiono risolti. I casi dei paesi a forte rischio di insolvibilità secondo il nostro parere (Grecia, Portogallo, Irlanda) non sono stati affrontati, non esistono ancora nuovi meccanismi di finanziamento nella zona euro, le difficoltà dell'unione monetaria sono poco o per nulla dibattute, e la politica economica pro-ciclica dei governi della zona euro minaccia le prospettive di crescita. Con scadenze politiche imminenti (soprattutto la difficile negoziazione del nuovo trattato il cui principio è stato deciso in dicembre), la questione del coinvolgimento del settore privato in Grecia che sembra a un punto morto, e una forte accelerazione delle scadenze di rifinanziamento nelle prossime settimane, vi sono pochi dubbi che la zona euro tornerà in cima alle preoccupazioni del mercato.

Per queste ragioni, confermiamo in larga misura le raccomandazioni d'investimento prudenti che abbiamo presentato lo scorso dicembre.



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.

Arbitraggio azioni industrializzate

- Consigliamo una sovraesposizione relativa principalmente alla Svizzera e alla Gran Bretagna (con una copertura sul cambio).
- Ritorno ad una posizione negativa sulle azioni della zona euro.
- Posizione neutrale sul Giappone e l'Australia, sottoponderazione del Canada.

Arbitraggio azioni emergenti

- Preferenza immutata per la Cina e la Russia, e miglioramento della nostra raccomandazione sul Brasile.
- Posizione neutrale su Corea e Sud Africa.
- Sottoponderazione della Turchia, dell'India e di Taiwan.

Sintesi delle nostre raccomandazioni

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

January 2012

MULTI-ASSET CLASS ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.07	-0.6%	-0.6%
Emerging Equities	0.06	0.3%	0.5%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.03	1.0%	1.3%
Investment Grade	0.05	1.8%	-0.1%
High Yield	0.04	0.4%	0.2%
Emerging Debt	0.00	0.0%	0.2%
Emerging Debt Local	0.00	0.0%	0.3%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.1%
Base Metals	0.04	0.4%	0.2%
Gold	0.43	2.3%	2.3%
Agricultural	0.05	0.4%	0.5%
Cash Euro		-6.0%	-4.5%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.04%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	-0.2%	0.9%
Canada	-0.05	-3.8%	-3.2%
Euroland	-0.03	-2.3%	-2.1%
Japan	0.00	-0.4%	1.3%
UK	0.04	5.1%	4.8%
Switzerland	0.04	1.9%	0.6%
Australia	0.00	-0.3%	-2.3%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.13	-13.9%	-13.0%
Euroland	0.03	3.7%	1.8%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.09	10.2%	11.2%
Switzerland	0.00	0.0%	0.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

EQUITY EMERGING COUNTRIES ²

	Alpha	Current weight	Previous weight
Brazil	0.10	0.7%	0.2%
China	0.27	2.0%	1.7%
India	-0.13	-1.0%	-0.1%
South-Korea	0.00	0.0%	-0.1%
Taiwan	-0.10	-0.7%	-1.8%
Russia	0.11	0.5%	1.0%
South Africa	0.02	0.0%	0.3%
Turkey	-0.27	-1.5%	-1.2%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency



PROSPETTIVE ECONOMICHE

PUNTO DI VISTA

Stati Uniti: non sopravvalutare i dati «positivi» né quelli «negativi»

Diffidate delle «sorprese»

Dalla scorsa estate, gli indici delle sorprese economiche (realizzati comparando i dati pubblicati alle previsioni degli economisti di mercato) sono nettamente migliorati negli Stati Uniti per tornare all'inizio di gennaio ai massimi toccati nel marzo 2011. Da allora hanno raggiunto un picco e dovrebbero ora iniziare a calare poiché, per definizione, queste serie presentano una forte proprietà di ritorno alla media quando le aspettative vengono riallineate, al rialzo come al ribasso. Al di là di queste variazioni a breve termine e dei cambiamenti di consensus, cosa ci dicono gli ultimi dati economici disponibili?

Consumi modesti nei prossimi mesi

Mentre i commenti dei venditori al dettaglio (negozi e siti commerciali su internet) evocavano un buon inizio per gli acquisti di fine anno all'indomani di Thanksgiving, i dati ufficiali hanno mostrato vendite al dettaglio praticamente atone in dicembre. Tenuto conto di questa dinamica, le spese reali per consumi sono probabilmente aumentate del 2-2,5% su base annua e dovrebbero restare su questo trend nei prossimi trimestri. Il miglioramento dell'occupazione resta limitato e il tasso di risparmio è tornato verso il 3,5% a fine 2011 (a fronte di quasi il 6% dell'estate 2010), il che lascia pochi margini perché i consumi possano aumentare molto più rapidamente dei redditi salariali. Inoltre, malgrado il miglioramento della fiducia, le famiglie non hanno l'intenzione di procedere a grossi acquisti nei prossimi sei mesi posto che la loro ricchezza netta ha continuato a diminuire nel 3° trimestre.

Investimenti: un ritardo da colmare

Gli investimenti produttivi dovrebbero restare relativamente solidi, essenzialmente perché il rinnovo di alcuni impianti appare ormai indispensabile dal momento che le imprese hanno i mezzi per investire e che l'età media del capitale (quasi sette anni) è elevata e diminuirà solo dopo molti anni d'investimento ad un ritmo superiore al 10%. Dopo un incremento in termini reali del 14,6% nel 2010 e di circa il 10% nel 2011 (sotto l'effetto di un rallentamento proprio a fine anno), gli investimenti in beni strumentali potrebbe ri-accelerare. Il sondaggio realizzato dalla NFIB (*National Federation of Independent Business*) tra le piccole imprese rivela che il 24% delle PMI prevede di effettuare investimenti entro 3-6 mesi: si tratta della percentuale più alta degli ultimi tre anni, ma resta comunque nettamente inferiore alla percentuale osservata a ritmi di crescita normali.

La fiducia sarà il fattore chiave per la crescita

Le decisioni degli imprenditori delle PMI in materia d'investimento e di occupazione risentono chiaramente dello scenario economico ma anche del contesto politico. L'anno elettorale ha visto iniziare da poco le primarie del partito Repubblicano ma, secondo gli analisti politici, queste elezioni non suscitano per ora particolare entusiasmo. Inoltre, la politica economica realizzata dal governo è percepita molto negativamente dai cittadini e le incertezze che incombono sulle misure fiscali per il 2012 e 2013 rischiano di limitare le iniziative degli imprenditori e di frenare le intenzioni di acquisto delle famiglie. Un circolo virtuoso potrebbe subentrare qualora un miglioramento più netto dell'occupazione rassicurasse i consumatori, dinamizzasse la domanda interna e giustificasse massicce assunzioni che, a loro volta, sosterebbero l'attività. Non si tratta certo del nostro scenario centrale, ma osserviamo che mentre possiamo immaginare un tale rischio al rialzo, non vediamo per ora un grande rischio di ribasso per l'economia americana, se escludiamo uno shock finanziario esogeno proveniente dall'Europa le cui conseguenze potrebbero essere comparabili agli effetti del fallimento di Lehman Brothers.

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	H	L	-1M						
Developed Economies	3.0	1.7	1.8	1.7	[1.8]	2.1	3.1	1.3	[2.1]	1.6	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]
USA	3.0	1.7	1.8	1.7	[1.8]	2.1	3.1	1.3	[2.1]	1.6	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]	3.2	3.3	3.0	[3.2]	2.1	3.5	1.4	[2.1]
Canada	3.2	2.3	2.4	2.1	[2.3]	2.0	2.5	1.5	[2.0]	1.8	2.9	3.0	2.8	[2.9]	2.0	2.8	1.7	[2.0]	2.9	3.0	2.8	[2.9]	2.0	2.8	1.7	[2.0]
Eurozone	1.8	1.6	1.7	1.5	[1.6]	-0.1	1.0	-1.3	[0.4]	1.6	2.7	2.8	2.5	[2.7]	1.8	2.2	1.3	[1.8]	2.7	2.8	2.5	[2.7]	1.8	2.2	1.3	[1.8]
UK	1.8	0.9	1.0	0.7	[1.0]	0.7	1.8	-0.5	[1.1]	3.3	4.5	4.7	4.4	[4.5]	2.7	3.3	0.9	[2.8]	4.5	4.7	4.4	[4.5]	2.7	3.3	0.9	[2.8]
Switzerland	2.7	1.7	1.9	0.7	[1.8]	0.2	1.4	-1.1	[0.7]	0.7	0.3	0.4	0.2	[0.4]	-0.1	0.6	-0.7	[0.1]	0.3	0.4	0.2	[0.4]	-0.1	0.6	-0.7	[0.1]
Japan	4.5	-0.6	0.1	-0.9	[-0.4]	2.0	2.9	0.7	[2.1]	-0.7	-0.2	0.3	-0.5	[-0.3]	-0.2	0.8	-0.8	[-0.2]	-0.2	0.3	-0.5	[-0.3]	-0.2	0.8	-0.8	[-0.2]
Australia	2.6	1.9	2.2	1.5	[1.6]	3.5	4.5	2.5	[3.5]	2.8	3.5	3.6	3.3	[3.4]	2.8	3.6	2.3	[2.9]	3.5	3.6	3.3	[3.4]	2.8	3.6	2.3	[2.9]

Source: Consensus Forecasts as of 12/12/2011



MERCATI INDUSTRIALIZZATI

Zona Euro: tutto peggiora !

Ecco la recessione...

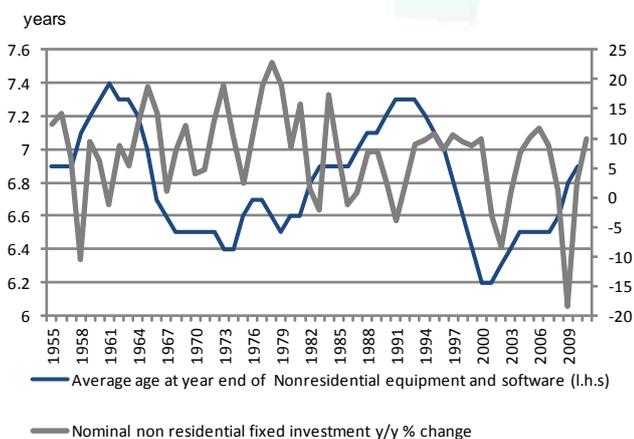
Gennaio 2012 resterà (forse) negli annali come il mese in cui l'agenzia di rating Standard & Poor's ha declassato nove paesi europei, privando in particolare l'Austria e la Francia della loro AAA. Il peggioramento della situazione economica nei principali paesi appare invece più preoccupante di questo elemento e non deve essere mascherata dal leggero rialzo di alcuni indici d'attività a fine 2011. L'indice composito che riflette i sondaggi tra i direttori degli acquisti nel settore manifatturiero e nei servizi è risalito a quota 48,3 in dicembre, ma la sua media per il 4° trimestre si attesta a 47,2, ai minimi dalla metà del 2009. Si tratta di un livello associato ad una contrazione del PIL e le componenti (occupazione, ordinativi) lasciano prevedere una prosecuzione di questa tendenza all'inizio del 2012. Le vendite al dettaglio sono nettamente diminuite in novembre e non dovrebbero trovare un sostegno, tenuto conto dell'aumento della disoccupazione e delle strette fiscali in corso in diversi paesi.

Secondo le prime stime, **l'economia tedesca** – ancora solida con una crescita del 3% nel 2011 (a fronte del 3,7% nel 2010) – ha registrato una lieve contrazione a fine 2011. Il sondaggio IFO tra gli imprenditori rispecchia la debolezza delle prospettive di questo inizio d'anno. In **Francia**, il PIL è ristagnato tra il 3° e il 4° trimestre dopo una modesta crescita (+0,2%) della domanda interna rispetto al 2° trimestre, e i sondaggi sono in rapido peggioramento dall'estate. I dibattiti della campagna in vista delle elezioni presidenziali rischiano di alimentare forti incertezze sull'andamento della politica economica (in particolare fiscale) e di pesare sui consumi. In **Italia**, dove il PIL è in contrazione dal 3° trimestre, il Presidente del Consiglio ha annunciato che varerà rapidamente delle riforme strutturali destinate a rafforzare il potenziale di crescita (0,2% nel 2011 secondo l'OCSE), mentre le misure di austerità, finalizzate a riportare in equilibrio il bilancio dal 2013, non potrà che pesare sull'attività e minacciare la durata del governo di tecnici. Le ultime notizie dalla **Spagna** non sono incoraggianti: il nuovo governo ha lasciato intendere che il deficit di bilancio per il 2011 supera largamente le previsioni (8% contro 6%), il che potrebbe provocare ulteriori restrizioni se venisse mantenuto l'obiettivo per il 2012 (4,4%). La **Grecia** e il **Portogallo**, che superano anch'essi il loro obiettivo di deficit di bilancio, attraverseranno una profonda recessione, come mostrano i sondaggi peggiorati quasi ai livelli della Grande recessione. Con un leggerissimo calo del PIL atteso per il 2012 per la zona euro (-0,1%), il consensus ci sembra ancora troppo ottimistico anche se la relativa resistenza dell'economia americana e la ri-accelerazione attesa nelle zone emergenti dovrebbero permettere all'Europa di evitare una brusca recessione.

La BCE salvatore ultimo ?

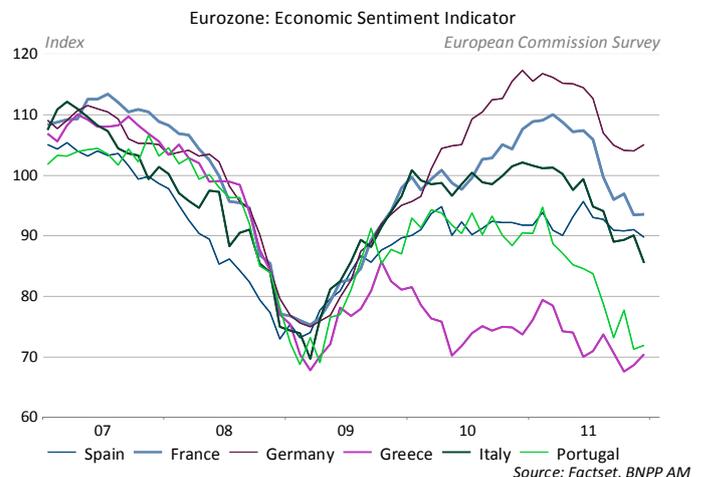
Il contesto economico difficile e l'atteso calo dell'inflazione (2,8% in dicembre) permetteranno alla BCE di proseguire la riduzione del tasso refi (riportato all'1% in dicembre). La banca dovrebbe inoltre continuare ad utilizzare il suo arsenale di misure non convenzionali per assicurare, ad ogni costo, la liquidità al sistema bancario europeo. Queste operazioni vengono ufficialmente giustificate con l'obiettivo di facilitare la buona trasmissione della politica monetaria e non come un sostegno straordinario agli istituti finanziari o al mercato. La monetizzazione del debito attraverso acquisti massicci di titoli sovrani non è all'ordine del giorno della BCE ma potrebbe salirci qualora la Grecia si avvicinasse pericolosamente all'insolvenza.

Stati Uniti: gli investimenti dovrebbero andare bene



Source: Factset, BEA, BNPP AM

Forte rallentamento dell'attività nella zona euro



Source: Factset, BNPP AM



ZONE EMERGENTI

Il minimo ciclico è vicino

Continua a peggiorare l'attività economica, ma si stabilizzano gli indicatori prospettici

La decelerazione del ciclo economico emergente prosegue, alimentata dal peggioramento della domanda delle economie avanzate (soprattutto dell'Europa) e dal calo della domanda interna nelle grandi economie emergenti. La stretta monetaria inizia ad incidere sui consumi attraverso il costo del credito o per una forte decelerazione negli investimenti e nel mercato immobiliare. Gli indicatori prospettici dei paesi emergenti indicano ancora una prosecuzione del rallentamento economico nei prossimi mesi, anche se il ritmo del peggioramento si è stabilizzato secondo i sondaggi di opinione. La produzione industriale continua a contrarsi su base annua. Anche l'inflazione è calata, passando dal 6,3% al 5,3% lo scorso mese, il che conforta le autorità nei loro sforzi di allentamento monetario.

L'Asia rallenta, penalizzata dalle esportazioni, certo, ma anche dalla domanda interna che è stata il principale motore della ripresa. Le prospettive di crescita continuano ad essere riviste al ribasso, rispecchiando la stretta monetaria o gli effetti della crisi finanziaria sulle condizioni di credito. Tuttavia, i rischi di un forte peggioramento restano limitati poiché le autorità hanno le capacità finanziarie di stimolare la domanda interna, se necessario.

Atteso un consolidamento dell'economia cinese nel secondo trimestre

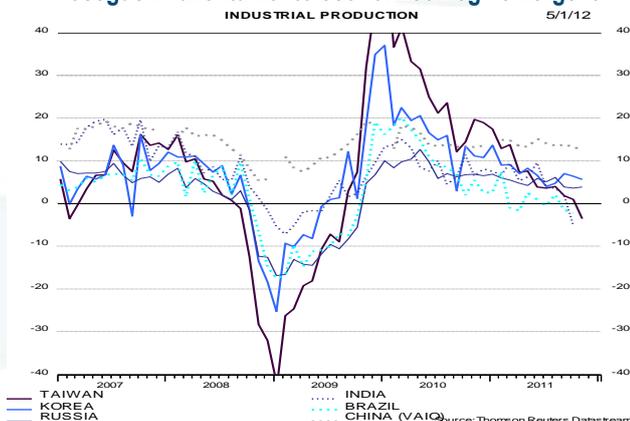
L'economia cinese continua a rallentare ma dovrebbe toccare il suo minimo ciclico verso la fine del primo trimestre, per consolidarsi alla fine dell'anno. Infatti, le esportazioni sono peggiorate, le PMI risentono della stretta creditizia, mentre i prezzi immobiliari e il volume delle transazioni continuano a diminuire nella maggioranza delle grandi città. Tra le misure previste per stimolare l'economia, rileviamo un aumento dei nuovi prestiti, una riduzione del RRR (*Requirement Reserve Ratio*), il rilancio dei programmi infrastrutturali come il trasporto ferroviario, un calo delle imposte per stimolare i consumi privati e incentivi per alcuni acquisti immobiliari. Alcuni promotori immobiliari devono liquidare le scorte con un forte sconto, erodendo la fiducia dei proprietari, convinti fino a poco tempo fa che l'immobiliare era «solido come la pietra». Una crisi bancaria è improbabile poiché l'ammontare concesso in prestito è modesto rispetto al valore del sottostante (meno del 50%). Di contro, le banche risentiranno dei prestiti concessi agli enti locali, le cui garanzie e soprattutto i cui ricavi sono fortemente dipendenti dal prezzo dell'immobiliare e dei terreni. Il peggioramento dell'economia cinese ha provocato una contrazione delle riserve valutarie, riflettendo un deflusso dei fondi speculativi e un incremento degli investimenti cinesi all'estero. Ciò dovrebbe ridurre la pressione sull'apprezzamento del RMB.

India: paralisi politica, aumento dei deficit e svalutazione della moneta

La situazione economica resta difficile in India, a causa dell'inattività delle autorità, del livello elevato dei tassi d'interesse oltre che di uno scenario mondiale sfavorevole. Inoltre, il forte populismo aggrava il deficit di bilancio, mentre il brusco deprezzamento della rupia amplifica il deficit della bilancia corrente, il cui finanziamento è diventato difficile con la crisi finanziaria in Europa. In questo contesto, il governo ha rivisto le sue prospettive di crescita al 7% per l'anno fiscale 2012. La situazione migliora in Brasile. Il calo dell'inflazione dovrebbe permettere alla Banca Centrale di allentare le redini monetarie e di sostenere la domanda interna particolarmente dipendente dal credito al consumo. La stabilizzazione delle economie cinese e americana è inoltre favorevole alle esportazioni.

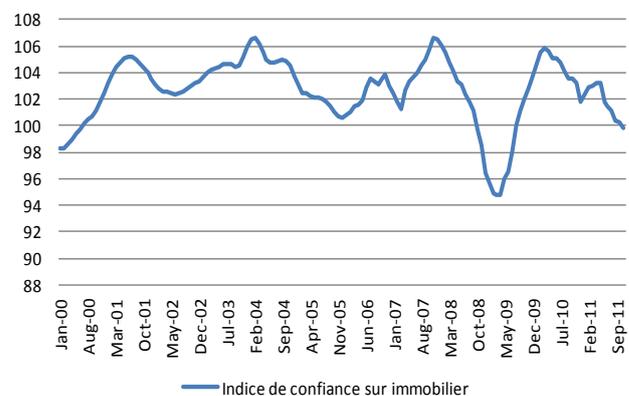
Prospettive favorevole sul Brasile grazie all'allentamento monetario

Prosegue il rallentamento economico negli emergenti



Fonte: Datastream, BNPP AM

Cina : perdita di fiducia nell'immobiliare



Fonte: Bloomberg, BNPP AM



MERCATI OBBLIGAZIONARI

TITOLI DI STATO

Stati Uniti meglio dell'Europa...

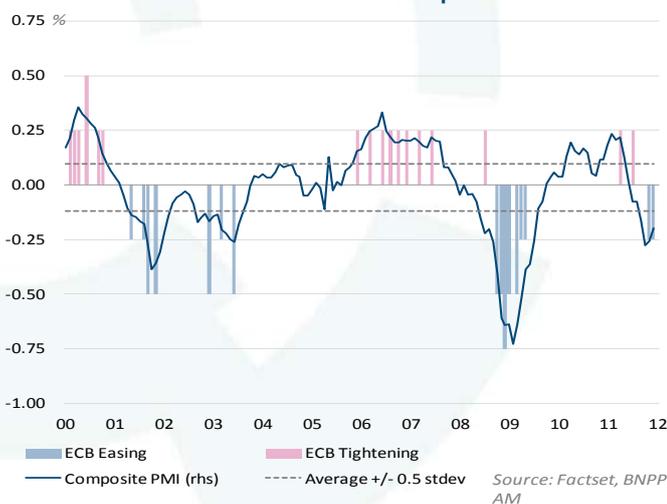
Confermata una crescita lenta, ma positiva, negli USA

Negli Stati Uniti, gli ultimi dati economici sembrano confermare lo scenario di una crescita debole ma positiva. Gli indicatori prospettici restano favorevoli e sembrano essersi stabilizzati, mentre i dati sulla creazione di posti di lavoro non sono certo molto alti, ma comunque orientati al rialzo. Tuttavia, il paese non è al riparo da un nuovo rallentamento, e l'orientamento della Fed resta piuttosto a favore di una politica monetaria più espansiva, soprattutto per sostenere il settore immobiliare (dichiarazioni in questo senso di William Dudley, Eric Rosengren, Sandra Pianalto). Nel frattempo, procederà alla pubblicazione delle sue previsioni sul tasso d'intervento a partire dalla riunione di gennaio. In questo contesto, il comportamento dei rendimenti americani a lunga scadenza solleva dei dubbi. Con un'economia che non brilla, ma che neanche crolla, e nella scia di sorprese economiche positive, era lecito attendersi tensioni sui tassi che invece non sono arrivate. Naturalmente non prevediamo ancora un ritorno dei rendimenti a livelli elevati in tempi rapidi, ma una certa reazione alle buone notizie sarebbe stata logica. Ciò è probabilmente dovuto ad una avversione al rischio, legata in particolare alle problematiche europee, e ad una «ricerca di qualità» che spingono gli investitori a ricercare i titoli di Stato americani, nonostante una dinamica fiscale tutto fuorché rassicurante. Ciò ci induce ancora a preferire i Gilt e i Bund ai Treasury.

Prossime decisioni per la Grecia

In Europa, gli ultimi dati degli indicatori prospettici PMI hanno mostrato qualche segno di stabilizzazione, suggerendo una tregua nell'indebolimento economico registrato negli ultimi mesi. Tuttavia, dato il futuro impegno fiscale, i rischi restano per ora al ribasso. Al di là degli aspetti economici, la crisi sovrana permane e resta d'attualità. Oltre alle discussioni sull'integrazione fiscale ed ai meccanismi di salvataggio, la finalizzazione delle misure sulla Grecia è di particolare importanza in questo inizio d'anno. Le discussioni sulla partecipazione del settore privato (PSI) ad una ristrutturazione del debito pubblico sono in corso e si rivelano delicate. Il dibattito si articola attorno alla determinazione dello sconto, al livello della cedola dei nuovi titoli offerti in cambio, all'introduzione di clausole di azione collettiva, alla partecipazione della BCE o all'innesco dei CDS. Inoltre, i mercati obbligazionari europei si troveranno di fronte un calendario di emissioni particolarmente carico nel primo trimestre, mentre la domanda di titoli non è sicura. La BCE dovrà in questo contesto essere pronta ad intervenire quando necessario, anche se conosciamo bene la sua reticenza ad utilizzare in modo intensivo il programma di acquisto di titoli. Nel frattempo, ha comunque effettuato una buona operazione con il primo LTRO a tre anni, che ha giudicato positivo, aiutando le curve periferiche a riacquisire pendenza. Per quanto riguarda il livello dei tassi d'intervento, prevediamo ancora almeno un altro ribasso.

Probabile riduzione dei tassi per la BCE



L'LTRO a tre anni considerato un successo dalla BCE





CREDITO IG E HY

...anche per quanto riguarda il credito

Scenario piuttosto positivo per gli Stati Uniti

Le ultime settimane hanno confermato che lo scenario economico negli USA dovrebbe restare favorevole e contribuire a sostenere il credito, anche il più speculativo, ma le notizie dall'Europa suggeriscono ancora una certa prudenza.

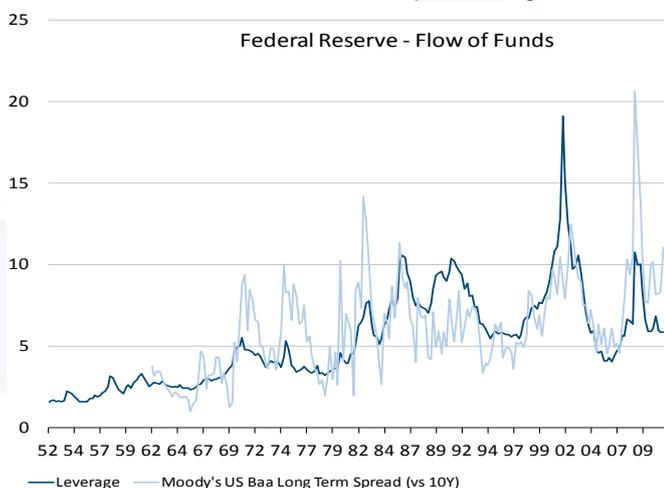
Il fatto che la crescita americana sia diretta verso livelli deboli ma positivi è un contesto che non dovrebbe essere sfavorevole al credito. Le valutazioni sono interessanti, i fondamentali sani e la classe di attivi ancora attraenti in uno scenario di tassi sottostanti molto bassi. Per quanto riguarda il credito più speculativo, non rileviamo per il momento un incremento importante delle insolvenze. Gli indici SGL, che danno un'indicazione sulle difficoltà delle imprese ad ottenere liquidità attraverso risorse interne e/o esterne, restano a livelli modesti, il che ridimensiona la probabilità di vedere aumentare le insolvenze nel breve termine.

Clima positivo per il credito europeo, ma occorre non dimenticare le problematiche strutturali

Ciononostante, il mercato resta evidentemente sensibile agli eventi in Europa, dove permane la crisi sovrana e la crescita registrerà un periodo difficile. Tuttavia, questo inizio d'anno è per ora piuttosto favorevole al mercato del credito. L'LTRO a tre anni della BCE ha contribuito ad alleviare il settore bancario, fortemente penalizzato nella seconda metà del 2011, mentre il clima più positivo proveniente dal settore dei titoli di Stato periferici e la riduzione degli *spread* hanno anch'essi inciso positivamente sul mercato del credito. Ha infatti spinto gli emittenti privati a venire sul mercato primario con volumi importanti, e nelle prime due settimane dell'anno le emissioni «*unsecured*» hanno superato quelle dello stesso periodo del 2011. Tuttavia, questo fenomeno è vero soprattutto per le imprese non-finanziarie, poiché i finanziari risentono ancora di un orientamento geografico a favore dei paesi «*core*» rispetto ai periferici. Inoltre, il mercato primario vede ancora dei premi relativamente elevati, con quello secondario che tende ad allinearsi di conseguenza. In generale, questo clima positivo può perdurare ancora per un certo periodo, ma occorre non dimenticare le problematiche strutturali della zona euro che non sono ancora state risolte, e che ci inducono a mantenere una certa prudenza.

Manteniamo ancora una visione più costruttiva per il credito degli Stati Uniti rispetto a quello in Europa.

Ancora solidi i fondamentali top-down negli USA



Source: Factset, BNPPAM

Peggiorano i rating in Europa



Source: Moody's, Factset, BNPPAM



MERCATO DEI CAMBI

La parità EUR/USD si attesta sotto 1,30

Il differenziale di crescita e la crisi sovrana pesano sull'euro

Il dollaro, che oscillava attorno a 1,34 euro all'inizio di dicembre, a partire dal 12 ha registrato un apprezzamento molto sensibile che l'ha rapidamente riportato sotto quota 1,28 il 6 gennaio, un livello attorno al quale si muove da allora. Questo movimento riflette un **calo dell'euro**: rispetto a un paniere di valute, la moneta unica ha perso il 2,3% da metà dicembre a metà gennaio, per tornare ai minimi dalla metà del 2005 (sulla base del tasso di cambio effettivo calcolato dalla Banca d'Inghilterra). Nelle ultime settimane, l'euro ha risentito dei timori sulla crisi sovrana (conclusioni ritenute poco convincenti del vertice dei capi di Stato e di governo dell'8-9 dicembre, commenti allarmisti delle agenzie di rating) e del declassamento di nove paesi europei da parte di Standard & Poor's annunciato il 13 gennaio. Anche se la crisi sovrana sembra uscita dalla sua fase acuta, permangono dei timori, soprattutto di un possibile default della Grecia e di un insuccesso di importanti aste (Italia, Spagna,...), che caratterizzeranno il primo trimestre. Anche se le prime emissioni obbligazionarie dell'anno sono state assorbite piuttosto bene, l'euro non ne ha approfittato, il che significa che non vi è ancora serenità su questa questione. Anche la situazione congiunturale rischia di pesare sulla valuta: l'inizio della recessione nella zona euro dovrebbe indurre la BCE a proseguire l'allentamento della sua politica monetaria. Al contrario, il miglioramento dei dati negli Stati Uniti lascia prevedere una crescita modesta ma reale dell'economia americana con un conseguente sostegno al dollaro. In questo contesto, e al di là di eventuali correzioni di breve termine che potrebbero risultare da una chiusura delle forti posizioni speculative, **prevediamo che continui il calo della parità EUR/USD**. Per le stesse ragioni (politica monetaria espansiva e prospettive economiche modeste), la **sterlina**, che ha recentemente approfittato delle difficoltà dell'euro, dovrebbe perdere terreno nei confronti del dollaro nel 2012.

Lo yen si stabilizza

La parità **USD/JPY** è rimasta relativamente stabile attorno a 78 in dicembre prima di calare a fine anno per passare sotto quota 77 nonostante commenti molto prudenti delle autorità giapponesi sulla congiuntura, con in particolare una revisione al ribasso delle previsioni della Banca del Giappone che si attende ormai un ristagno della crescita fino alla primavera del 2012. La soglia di 75 è, secondo gli operatori, il livello a partire dal quale la BoJ avvia i suoi interventi sul mercato dei cambi, e dovrebbe quindi costituire un floor per la parità. Al contrario, il carattere «difensivo» della valuta nipponica limita la possibilità di un rapido deprezzamento nello scenario attuale ancora agitato.

Franco svizzero ancora sotto controllo

Le dimissioni della Banca Nazionale Svizzera per un conflitto d'interesse relativo ad operazioni realizzate dalla moglie di Philippe Hildebrand non comporteranno un cambiamento della politica valutaria dell'istituto. La soglia minima di 1,20 per la parità **EUR/CHF** dovrebbe continuare ad essere difesa, mentre l'euro è ripassato sotto 1,21 franchi svizzeri a metà gennaio.

Lo scenario economico complessivo non è a priori negativo per le valute il cui andamento è tradizionalmente legato a quello dei corsi delle **materie prime**, ma occorrerà aspettare un ritorno più chiaro della propensione al rischio prima di constatare il loro apprezzamento. Le corone norvegese e svedese sono penalizzate dalla loro prossimità alla zona euro.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2011	13-Jan-12	1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012		4Q 2012	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.30	1.2797	1.20	1.30	1.15	1.25	1.15	1.25	1.15	1.25
	USD / JPY	77	76.76	75	80	75	80	77	87	77	87
	USD / CAD	1.02	1.0206	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0310	0.95	1.05	0.97	1.07	0.97	1.07	0.97	1.07
	GBP / USD	1.55	1.5319	1.44	1.62	1.33	1.50	1.33	1.50	1.33	1.50
	USD / CHF	0.94	0.9460	0.96	1.04	1.00	1.08	1.04	1.13	1.04	1.13
EUR Block	EUR / JPY	100	98.22	94	100	90	96	92	104	92	104
	EUR / GBP	0.84	0.8354	0.77	0.87	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.21	1.2106	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 13/1/2012



MERCATI AZIONARI

MERCATI INDUSTRIALIZZATI

Al di là dei recenti miglioramenti ciclici, i vincoli strutturali continuano a pesare fortemente

Prosegue il miglioramento ciclico a livello mondiale

La prosecuzione del miglioramento ciclico degli indicatori d'attività a livello mondiale (PMI) ha sostenuto gli attivi rischiosi, primi tra i quali le azioni. Tuttavia, è ancora prematuro per prevedere un miglioramento duraturo dal momento che permangono i problemi di fondo, soprattutto nella zona euro. Le misure procicliche di consolidamento fiscale che si stanno adottando in Europa e che saranno ulteriormente accentuate durante l'anno continueranno a pesare su una crescita già debole e fragile. Inoltre, i tassi di sorprese sui dati macroeconomici pubblicati di recente hanno raggiunto picchi storici, in particolare negli Stati Uniti, e dovrebbero logicamente diventare sempre meno favorevoli ai mercati azionari nei prossimi mesi.

Banche centrali sempre più attive...

Nonostante curve dei tassi molto positive e tassi reali deboli, le condizioni finanziarie restano difficili a causa di una forte avversione al rischio. Le politiche monetarie delle grandi banche centrali resteranno quindi particolarmente espansive. Per il momento la BCE, pur non procedendo ad un allentamento quantitativo vero e proprio (veto della Germania e dei difensori di una rigida ortodossia monetaria nella zona euro), cerca di immettere liquidità nell'economia attraverso il sistema bancario. La sua scommessa consiste nel fornire alle banche liquidità a tassi molto bassi e in modo illimitato, per permettere loro di sfruttarle per acquistare debito sovrano e di concedere prestiti alle imprese e alle famiglie. Per ora, i risultati sono modesti, ma il processo è ancora agli esordi. I vincoli regolamentari che spingono in particolare le banche a ridurre il loro bilancio e i loro impegni rischiosi rappresentano un notevole freno al successo di questa operazione, anche se permette almeno di allentare i problemi di liquidità (finanziamento a breve termine) che incontrano attualmente le banche.

Revisioni degli utili meno negative, ma la tendenza a lungo termine non si è ancora invertita

La stagione di pubblicazione degli utili del quarto trimestre è partita da qualche settimana. Dopo che molte imprese hanno messo in guardia sui risultati, le attese si attestano a livelli relativamente poco elevati, il che limita considerevolmente il rischio di delusioni per il trimestre. Più nel lungo termine tuttavia, le aspettative di crescita degli analisti ci sembrano ancora molto ottimistiche. Infatti, mentre da un lato prevedono – a nostro avviso correttamente – un rallentamento pronunciato dell'incremento delle vendite, contemporaneamente prevedono che continuino a crescere i margini a partire dai livelli attuali molto elevati. Permane quindi un ulteriore potenziale di correzione al ribasso delle aspettative di utile che dovrebbe continuare a pesare sulla crescita dei mercati. L'inclinazione del saldo delle revisioni degli utili su sei mesi resta peraltro leggermente negativa a livello mondiale, pur migliorando. Se questo indicatore dovesse nuovamente ritornare al rialzo (con revisioni negative in progressiva diminuzione) costituirebbe un segnale molto favorevole per i mercati. Non siamo ancora a questo punto, ma continuiamo a vigilare sugli sviluppi.

MSCI WORLD : saldo (*breadth*) delle revisioni degli utili



Fonte: Datastream, BNPP AM

Crescita degli utili attesa dal consensus degli analisti: rallentamento delle vendite, aumento dei margini

MSCI WORLD	2011e	2012e	2013e
EPS growth expectations	9.7%	10.7%	11.9%
Sales growth expectations	7.6%	3.5%	4.2%
Net margin level (EPS/sales)	7.7%	8.2%	8.8%

Source : Datastream, I/B/E/S, BNPP AM

MERCATI INDUSTRIALIZZATI



È ancora presto per focalizzare sulle valorizzazioni

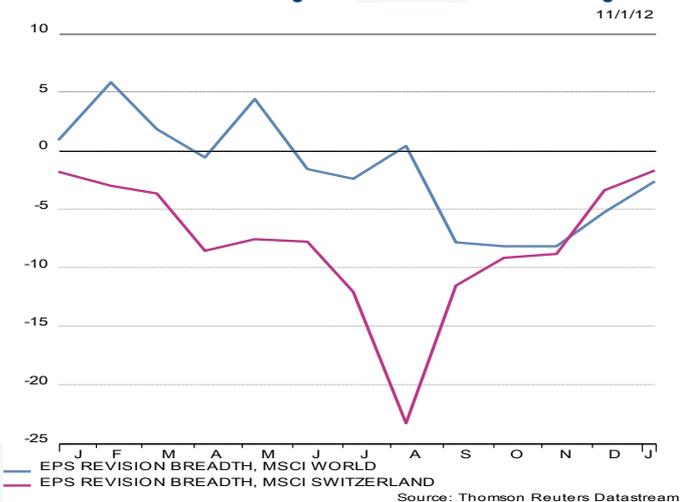
Inoltre, continuiamo a pensare che sia ancora presto per utilizzare le valutazioni come segnale di acquisto. Infatti, i rischi che continuano a incombere sulle revisioni degli utili rendono relativo l'interesse apparente dei PER prospettici. Inoltre, i vincoli strutturali sull'economia e la mancanza di visibilità limitano il potenziale di espansione dei multipli di valorizzazione. L'unico indicatore di valorizzazione chiaramente favorevole alle azioni resta quello del confronto con i prodotti di tassi: obbligazioni corporate o titoli di Stato.

In termini tecnici, gli indicatori di tendenza di lungo periodo dei mercati si sono nettamente ripresi nella scia del rimbalzo delle borse, ma non inviano ancora un messaggio di acquisto formale. Inoltre, gli indicatori di fiducia sono nettamente migliorati nelle ultime settimane e quindi non costituiscono più, dal punto di vista contrarian, un sostegno per i mercati.

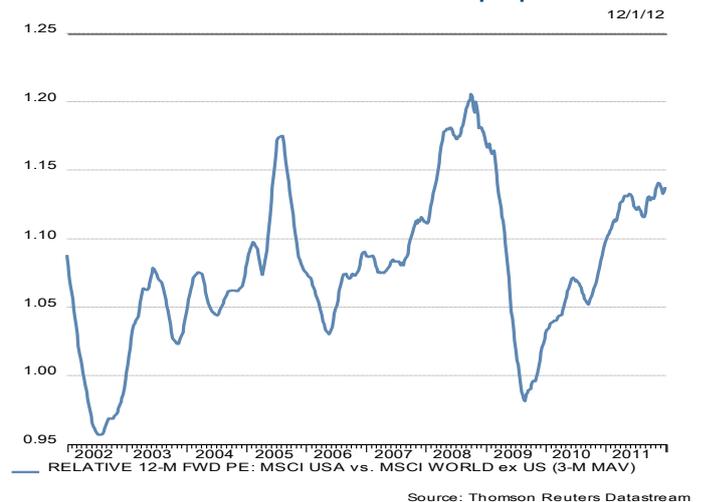
Ridotta a neutrale l'esposizione alle azioni giapponesi

Tra le nostre posizioni geografiche, riduciamo a neutrale l'esposizione alle azioni **giapponesi**. Nonostante livelli di valutazione ancora particolarmente interessanti in termini sia relativi sia assoluti, questo mercato è penalizzato dalla persistente forza dello yen oltre che da una ripresa economica più debole del previsto dopo il dramma di Fukushima. Dopo mesi di sovraperformance, riduciamo a neutrale anche la nostra esposizione alle azioni **americane**: infatti, pur continuando a beneficiare di una politica monetaria e fiscale particolarmente favorevole in termini relativi oltre che di una elevata avversione al rischio, si riducono di contro alcuni fattori di sostegno. Le revisioni degli utili peggiorano in termini relativi, un trend che potrebbe proseguire con il rafforzamento del dollaro e con previsioni di crescita degli utili, soprattutto dei margini, ancora eccessivamente ottimistiche a nostro avviso. Inoltre, le valutazioni iniziano ad essere leggermente elevate. Al contrario, aumentiamo a neutrale la nostra esposizione alle azioni **australiane**. L'allentamento monetario in corso, seppur limitato, esercita un sostegno benvenuto al settore finanziario, che rappresenta quasi la metà di questo mercato, il che si traduce in particolare in un miglioramento del ritmo delle revisioni degli utili per tutto il mercato. Ciò controbilancia una forte esposizione alla crescita cinese e ai prezzi delle materie prime. Continuiamo a privilegiare il mercato **elvetico** per le sue qualità difensive e una dinamica delle revisioni ancora favorevole sulla scia del recente indebolimento del franco, elementi che compensano valutazioni ancora elevate. Restiamo sovraponderati anche sulle azioni **britanniche**, nonostante una valutazione ora meno favorevole. La prosecuzione di una politica monetaria particolarmente espansiva in un contesto di rapido rallentamento dell'inflazione nel 2012 costituirà un sostegno notevole per questo mercato. Restiamo per il momento prudenti sui mercati della **zona euro**, nonostante il loro livello di valutazione e la flessione dell'euro, soprattutto alla luce di un denso calendario di emissioni obbligazionarie sovrane e private previsto nel breve termine. Infine, la sottoesposizione alle azioni **canadesi** resta d'obbligo, poiché ancora care e fortemente dipendenti dai prezzi delle materie prime.

Mercato svizzero: forte miglioramento delle revisioni degli utili



Mercato USA: valutazione relativa sempre più elevata



MERCATI EMERGENTI

Calo dei tassi, rialzo delle borse

Ripresa degli indicatori prospettici positiva per le borse emergenti

Il livello di valutazione dei mercati emergenti (PBV, PER) è prossima ai minimi storici, simile a quelli delle crisi precedenti del 2003 e 2009. Dopo una forte flessione, la tendenza delle revisioni degli utili sembra



stabilizzarsi, corroborando i segnali di ripresa degli indicatori prospettici, espressi su base semestrale ed annualizzata. È inoltre in linea con le prospettive di stabilizzazione dell'attività economica nel secondo trimestre nei paesi emergenti, dopo un lungo periodo di decelerazione, anche se i consumi interni restano moderati.

Tuttavia, l'analisi storica mostra che ai livelli attuali dei mercati vi è una forte probabilità che le azioni emergenti realizzino una performance positiva nei 12 mesi successivi. La forte sottoperformance degli emergenti rispetto ai paesi avanzati (-10% nel 2011) è dovuta all'avversione al rischio, e ad un ciclo monetario complessivamente restrittivo nei paesi emergenti. Il fenomeno è amplificato dal ruolo preponderante dei fondi passivi (i due maggiori ETF di azioni emergenti rappresentano da soli 80 miliardi di dollari!), limitando notevolmente il potere di discriminare dei mercati attraverso i fondamentali.

Tuttavia, la propensione al rischio sembra ritornare e il calo dell'inflazione permette alle Banche centrali di abbandonare progressivamente la loro politica restrittiva, liberando quindi la pressione sulla compressione dei multipli di valutazione. Questo fenomeno spiega la flessione del PER del mercato cinese in atto da novembre 2009, e la sua stabilizzazione dopo l'emergere dei segnali di allentamento monetario negli ultimi due mesi. Nei prossimi mesi, gli stimoli fiscali e monetari, uniti a un incremento delle percentuali dei prestiti bancari, dovrebbero sostenere una espansione dei multipli del mercato cinese.

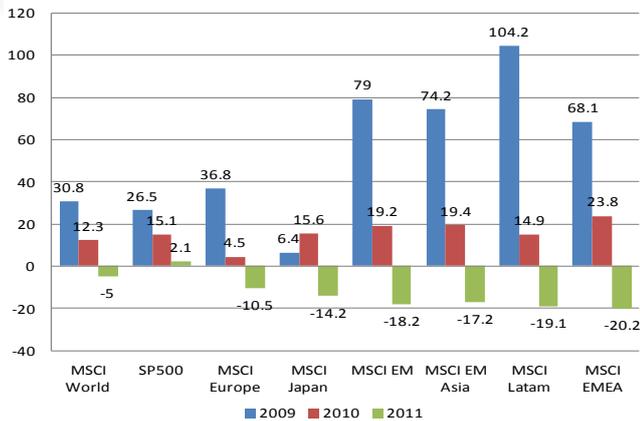
Nel breve termine, l'assenza di visibilità continua ad incidere sulle borse emergenti, che oscilleranno probabilmente di pari passo con i mercati industrializzati, sebbene con fondamentali migliori. In questo contesto, privilegiamo le borse con solidi fondamentali interni e poco esposte al ciclo mondiale. Evitiamo ancora i mercati che soffrono di squilibri come la Turchia o l'India, ma siamo diventati più costruttivi considerando la forte sottoperformance di queste due piazze negli ultimi mesi.

Manteniamo la sovrapponderazione sulla **Cina**. Il ciclo economico continua a decelerare, frenato dalla domanda estera, dal calo degli investimenti infrastrutturali e nell'edilizia. La correzione dei prezzi degli immobili inciderà non solamente sulla fiducia dei consumatori ma anche sulle condizioni finanziarie di molti governi locali. Le prospettive tuttavia migliorano. Gli aggregati monetari sono nuovamente al rialzo, il PMI è tornato a livelli che indicano un'espansione, l'inflazione diminuisce e le autorità mettono l'accento su una crescita moderata ma stabile. Saranno implementate ulteriori riduzioni dei tassi di RRR, aumenti dei prestiti e altri piani fiscali. In questo contesto, i multipli di valutazione, che sono a livelli molto depressi di 9x, dovrebbero allentarsi e facilitare l'orientamento rialzista degli indici.

Il ritorno della propensione al rischio e il calo dei tassi favoriscono l'espansione dei multipli

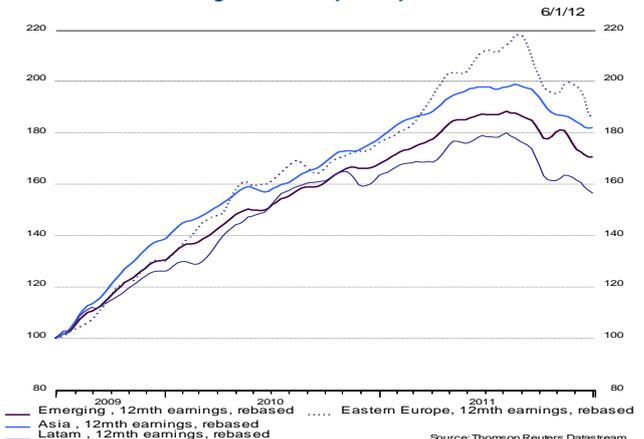
Cina: allentamenti monetario e fiscale favorevoli per le borse

Fondamentali diversi, stesse performance (USD, %)



Fonte: Bloomberg, BNPP AM

Revisioni degli utili: lampi di speranza in Asia



Fonte: Datastream, BNPP AM

MERCATI EMERGENTI

Orientamento positivo per i mercati interni, e negativo per i mercati ciclici

Brasile: la flessibilità monetaria e fiscale e l'inflazione in calo dovrebbero sostenere il mercato

Aumentiamo la nostra sovrapponderazione sul **Brasile**. L'inflazione ed i prezzi alla produzione continuano a diminuire. Le prospettive dell'occupazione e la bilancia commerciale sono orientate positivamente e dovrebbero beneficiare appieno dell'allentamento della politica monetaria oltre che delle misure fiscali. Il livello dei multipli di valutazione è comparabile a quelli della crisi del 2008, ma le aspettative di crescita



degli utili sono modeste. L'allentamento monetario e la stabilizzazione dell'economia sono fattori particolarmente favorevoli per l'indice Bovespa.

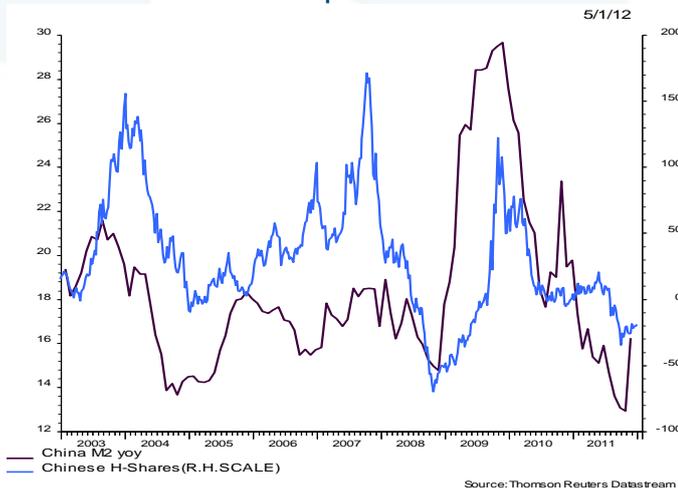
Riduciamo il nostro orientamento positivo sulla **Russia** che è stata fino ad ora sostenuta dai prezzi del petrolio e offre una protezione da un'eventuale crisi geopolitica in Medio Oriente. La valutazione delle azioni russe è ai minimi storici, giustificata in parte dal premio politico in vista delle elezioni. Il rischio sarebbe di vedere il nuovo potere adottare un orientamento più populista, aumentando ulteriormente il budget ed effettuando ulteriori prelievi dal gettito dell'energia.

Lo scorso mese abbiamo ridotto a neutrale la **Corea del Sud**, a causa della debolezza delle esportazioni. La Corea è tra le poche economie a registrare un peggioramento del PMI, da attribuire alla debolezza dei nuovi ordinativi; le autorità prevedono tuttavia di lanciare un piano fiscale nei prossimi mesi, mentre la Banca centrale potrebbe iniziare ad allentare per stimolare la crescita, nonostante un tasso d'inflazione ancora elevato. Riduciamo l'orientamento negativo su **Taiwan**. Il mercato è fonte di liquidità per i gestori in caso di forte avversione al rischio o di volatilità. Tuttavia, la rielezione del presidente uscente Ma Ying-jeou, del KMT favorevole al riavvicinamento alla Cina, dovrebbe eliminare parecchie incertezze e incoraggiare il ritorno degli investitori. Infine, la borsa di Taiwan è un buon proxy del Nasdaq, e dovrebbe restare orientato positivamente nell'ipotesi di una ripresa economica americana e del settore tecnologico.

Prudenza sui mercati indiano e turco a causa dei deficit elevati

Restiamo prudenti sull'**India**. Anche se l'indice Sensex ha perso il 37% nel 2011 in USD, portando la valutazione a un livello accettabile di 12 volte gli utili, e le revisioni degli utili attesi si sono stabilizzate, la svalutazione della rupia, l'inflazione ancora elevata, i deficit di bilancio e della bilancia commerciale costituiscono forti rischi. Tanto più che il sistema politico sembra paralizzato, ritardando le riforme tanto necessarie all'economia. L'orientamento sulla **Turchia** resta negativo. L'inflazione è orientata al rialzo, sulla spinta dei recenti aumenti delle imposte e del prezzo degli alimenti, e dovrebbe complicare l'attuale politica di riduzione dei tassi. Sommata ad un deficit della bilancia corrente che si attesta al 10% del PIL e finanziato per il 60% dalle banche europee, dovrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla valuta.

Cina: un mercato trainato soprattutto dalla liquidità



Brasile: correlazione inversa con la politica monetaria



STRATEGIE ALTERNATIVE

MATERIE PRIME

Continuiamo a privilegiare l'oro

Le tensioni geopolitiche nascondono fondamentali meno favorevoli al petrolio

L'aumento delle tensioni tra l'Iran e gli Stati Uniti, e in particolare i timori di un possibile blocco dello Stretto di Hormuz, oltre che le tensioni in Nigeria, hanno permesso ai prezzi del **greggio** di restare a livelli elevati, con il barile di Brent che resta oltre quota USD 110. Tuttavia, a differenza della scorsa primavera, al contesto geopolitico difficile non si accompagna una tensione dei fondamentali del petrolio. Infatti, le due componenti della domanda petrolifera americana - la domanda di carburante e quella di distillati medi (tipo gasolio domestico e diesel) - sono in calo rispetto ai livelli dello scorso anno. Sicuramente hanno inciso le temperature invernali più elevate della media, ma il trend in atto è proprio quello di un rallentamento della



domanda di petrolio nelle economie industrializzate da alcuni mesi. D'altro canto, la produzione di greggio resta sostenuta con un nuovo picco triennale per la produzione dell'OPEC in dicembre. Quindi, a meno di una accelerazione della crescita mondiale o di un significativo evento geopolitico, le scorte di prodotti petroliferi dovrebbero aumentare nei prossimi mesi. Preferiamo **mantenere la nostra posizione neutrale sul petrolio**.

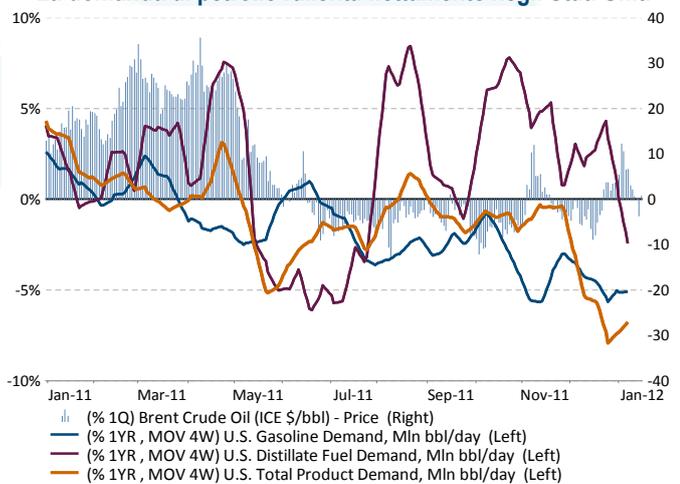
I mercati dei **metalli di base** hanno registrato una tregua nelle ultime settimane, con la pubblicazione di indici d'attività manifatturiera rassicuranti negli Stati Uniti e in Cina. D'altro canto, le importazioni cinesi di metalli sembrano restare molto solide, soprattutto per il rame. Tuttavia, i timori sulla crescita mondiale nei prossimi mesi continuano a pesare sui corsi, come testimonia il differenziale relativo dei prezzi del rame rispetto agli indici azionari. Tuttavia, se le valutazioni relative possono sembrare interessanti, il nostro scenario economico prudente ci induce a **restare neutrali sui metalli di base**.

L'interesse degli investitori per l'oro dovrebbe restare solido nel 2012

I prezzi dell'**oro** hanno registrato una brusca flessione in dicembre, perdendo fino a USD 200 per oncia, da USD 1750 a USD 1550, prima di riprendersi dall'inizio dell'anno. La forza del dollaro e la debolezza della domanda fisica, soprattutto indiana, hanno pesato sul metallo, ma riteniamo che anche i ribilanciamenti di fine anno degli indici di materie prime e dei portafogli degli investitori hanno avuto un ruolo importante, rendendo l'oro vulnerabile ad una correzione. Dal momento che riteniamo che l'interesse degli investitori per il metallo sia destinato a restare sostenuto nei prossimi trimestri, **restiamo positivi sull'oro**.

I mercati dei **cereali** si sono ripresi in dicembre ma la tregua ha avuto vita breve poiché la pubblicazione da parte del Dipartimento americano dell'Agricoltura del rapporto mensile sull'offerta e la domanda ha provocato una nuova flessione dei corsi. Infatti, il rapporto ha delineato un incremento della produzione mondiale di cereali e una revisione al ribasso delle esportazioni americane. Dopo la recente correzione, i rischi ci sembrano equilibrati. **Siamo neutrali sui cereali**.

La domanda di petrolio rallenta nettamente negli Stati Uniti



Il rame non riesce a tenere il passo dell'S&P 500





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.