



Strategia d'investimento

Dicembre 2011



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
DEBITO EMERGENTE.....	8
MERCATO DEI CAMBI	9
MERCATI AZIONARI	10
MERCATI INDUSTRIALIZZATI	10
MERCATI EMERGENTI	11
STRATEGIE ALTERNATIVE	14
MATERIE PRIME.....	14

2012: alcune ragioni per sperare

La fine dell'anno si presta alle retrospettive e alle previsioni per l'anno successivo. Il 2011 sarà ricordato come un anno particolarmente difficile, caratterizzato da una crisi finanziaria ed economica sempre più profonda nella zona euro, dalle turbolenze politiche in Medio Oriente e in Nord Africa, dalla catastrofe di Fukushima e dalla conferma del rallentamento della ripresa americana. In un tale contesto e alla data in cui scriviamo, le performance dei mercati non sembrano tanto pessime quanto si sarebbe immaginato con un tale programma. Gli indici della zona euro e di numerosi paesi emergenti hanno perso una ventina di punti percentuali, il credito ha sofferto, ma la borsa americana, le materie prime e la media del mercato obbligazionario sovrano sono stati relativamente stabili. Valutazioni a volte modeste (azioni) e il sostegno di politiche monetarie, che restano molto espansionistiche, hanno indubbiamente svolto un ruolo di ammortizzatore.

Riteniamo che il 2012 non sia destinato a iniziare meglio di quanto sia terminato il 2011, e confermiamo raccomandazioni di allocazione molto prudenti, come nei mesi scorsi. Ma, dal momento che i rischi di ribasso vengono costantemente evidenziati (e noi li riteniamo considerevoli), l'approssimarsi delle feste di fine anno induce a un po' di ottimismo e a chiedersi quali siano i rischi rialzisti per l'anno prossimo. È evidente che non siano assenti in un mercato già pessimistico:

1. L'attenuarsi della crisi nella zona euro sarebbe senza dubbio il principale tra questi. Anche se non si tratta di una soluzione sufficiente nel lungo termine, l'impegno della BCE in un programma più massiccio di riscatto di attivi (diretto, sotto forma di «Quantitative Easing», o indiretto finanziando un'altra struttura) potrebbe segnare la svolta nel corso dell'anno. Questa ipotesi ci sembra nettamente possibile, anche se non la prevediamo nel primo trimestre del 2012. Un calo più pronunciato dell'euro potrebbe quindi dare una sferzata alle esportazioni della zona e limitare la recessione che si va profilando.

2. Un'accelerazione della crescita americana non è più molto probabile, a nostro parere, ma tecnicamente non sarebbe impossibile. Gli investimenti delle imprese restano modesti, le scorte sono basse, e l'edilizia residenziale resta vulnerabile: tutti segmenti dell'attività che potrebbero riprendersi e diffondere un clima più favorevole sulla crescita.

3. I paesi emergenti, infine, dovrebbero secondo noi resistere meglio economicamente rispetto ai paesi industrializzati, nonostante il rallentamento che li interessa in questo momento. Non è impossibile che i mercati li vedano nel 2012 sempre più come locomotive in grado di mantenere durevolmente la crescita mondiale in terreno positivo. Anche in questo caso, esistono i rischi di ribasso ma il peso crescente degli emergenti e la loro dinamica economica sono fattori di sostegno che svolgeranno un ruolo progressivamente (e fortunatamente!) crescente nella crescita mondiale.

Pur restando posizionati per affrontare condizioni difficili, speriamo naturalmente in meglio e auguriamo a tutti delle buone feste di fine anno!



ASSET ALLOCATION

Decisioni di allocazione

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

Arbitraggio azioni industrializzate

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

Arbitraggio azioni emergenti

- Immutata la preferenza per la Cina, e in misura minore per la Russia.
- Posizione neutrale su India, Brasile, Corea e Sud Africa.
- Sottoponderazione di Turchia e Taiwan.

Synthèse de nos recommandations

ASSET ALLOCATION MODEL PORTFOLIO

December 2011

MULTI-ASSET CLASS ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
EQUITIES			
Developed Equities	-0.10	-0.6%	-0.6%
Emerging Equities	0.07	0.5%	0.2%
FIXED INCOME			
Government Bonds	0.03	1.3%	2.5%
Investment Grade	-0.01	-0.1%	-0.9%
High Yield	0.00	0.2%	-1.2%
Emerging Debt	0.04	0.2%	0.4%
Emerging Debt Local	0.05	0.3%	0.5%
COMMODITIES			
Brent Oil	-0.04	-0.1%	-0.1%
Base Metals	0.04	0.2%	0.4%
Gold	0.43	2.3%	2.3%
Agricultural	0.05	0.5%	-0.2%
Cash Euro		-4.5%	-3.3%
Module Total		0.0%	0.0%

PORTFOLIO STATISTICS

Target Ex-ante Volatility	2.00%
Real Ex-ante Volatility	1.03%

EQUITY DEVELOPED COUNTRIES ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	0.00	0.9%	0.2%
Canada	-0.05	-3.2%	-2.0%
Euroland	-0.04	-2.1%	-2.8%
Japan	0.05	1.3%	1.8%
UK	0.08	4.8%	4.0%
Switzerland	0.02	0.6%	1.6%
Australia	-0.05	-2.3%	-2.8%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

BOND COUNTRIES SOVEREIGN ¹

	Alpha	Current weight	Previous weight
US	-0.13	-13.0%	-16.0%
Euroland	0.00	1.8%	8.3%
Japan	0.00	0.0%	0.0%
UK	0.13	11.2%	7.6%
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	0.02	0.2%	-0.5%
China	0.27	1.7%	1.8%
India	-0.01	-0.1%	0.4%
South-Korea	0.00	-0.1%	0.0%
Taiwan	-0.26	-1.8%	-1.7%
Russia	0.23	1.0%	1.1%
South Africa	0.02	0.3%	-0.1%
Turkey	-0.27	-1.2%	-1.0%
Module Total	0.00	0.0%	0.0%

1-Hedged in Euro, 2-Local Currency



PROSPETTIVE ECONOMICHE

PUNTO DI VISTA

Il miglioramento dei dati americani si conferma ma la crescita resterà moderata

La fine dell'anno dovrebbe essere piuttosto dinamica

Secondo le prime indicazioni, le vendite di fine anno sono dinamiche: nella prima settimana di questo periodo (che inizia all'indomani di Thanksgiving) sono stati raggiunti livelli record sia nei negozi sia su Internet, anche se al prezzo di forti sconti offerti dai venditori. Qualora trovi conferma la tendenza delineata dagli indicatori già disponibili, la crescita del PIL dovrebbe accelerare nel 4° trimestre. Tuttavia, nonostante i recenti progressi (1,7 milioni di posti di lavoro creati da gennaio), il mercato del lavoro resta in difficoltà ed i consumi dovrebbero crescere del 2-2,5%, in linea con il modesto incremento dei salari cui dovremmo assistere nel 2012. Gli investimenti produttivi dovrebbero restare solidi nei prossimi trimestri, ma la crescita deve ancora essere sostenuta dalla politica economica.

Incertezze sul fronte dei bilanci

Anche prima della data limite del 23 novembre, il «Super comitato», questa commissione bipartisan di dodici componenti del Congresso incaricata di trovare un compromesso per ridurre il debito di 1.200 miliardi su dieci anni, ha riconosciuto il proprio fallimento. Dovrebbero quindi essere realizzate riduzioni automatiche di spese (soprattutto per la difesa), che tuttavia non interverranno prima del 2013. Questo elemento è molto importante: allo stato attuale, il programma di controllo del debito e del deficit (*Budget Control Act*), deciso in seguito ai dibattiti di questa estate sull'innalzamento del tetto del debito, avrà un impatto minimo sulla politica di bilancio nel breve termine. Al contrario, il fallimento del Super comitato può compromettere l'adozione del piano di sostegno all'occupazione presentato dal presidente Obama all'inizio di settembre. Come abbiamo già segnalato, non prevediamo comunque che questo piano venga approvato nella sua interezza (447 miliardi di dollari pari al 3% del PIL). Al contrario, appare poco probabile che la maggioranza Repubblicana della Camera dei Rappresentanti si rifiuti di proseguire la riduzione delle aliquote dei contributi sociali a carico dei lavoratori e il prolungamento dei sussidi di disoccupazione di lunga durata. Queste due misure rappresentano 180 miliardi di dollari e la loro scomparsa amputerebbe la crescita dell'anno prossimo di oltre un punto. Dal momento che il PIL dovrebbe crescere solamente di circa il 2%, una tale decisione finirebbe per provocare una nuova recessione negli Stati Uniti in pieno anno elettorale. Il rischio politico ci sembra troppo importante per potere esser corso da un partito che già stenta a trovare un candidato credibile da contrapporre a Barack Obama e che, secondo i sondaggi, gli americani considerano sempre più responsabile del blocco del processo fiscale. In ogni caso, i dibattiti in materia di finanze pubbliche rischiano di pesare sulla fiducia degli agenti economici.

La Fed sempre presente

I verbali della riunione del FOMC di novembre hanno confermato che lo scenario prudente sull'attività era largamente condiviso nella Fed e che numerosi membri erano a favore di un nuovo e immediato allentamento. Ben Bernanke è a favore di un rafforzamento della comunicazione sulle decisioni di politica monetaria per riuscire a governare le aspettative. Dal momento che i dati economici pubblicati per tutto il mese hanno delineato la buona resistenza della crescita, e senza dubbio la sua accelerazione rispetto al ritmo del 2% registrato nel 3° trimestre, è in effetti importante che la Fed presenti uno scenario stabile e credibile, che potrebbe passare per un annuncio di obiettivi concreti e precisi in materia di crescita e di occupazione, come si è pensato nella riunione del FOMC. Nel 2012, le riunioni più importanti saranno quelle della durata di due giorni (gennaio, aprile, giugno e ottobre) poiché sono seguite da una conferenza stampa e potranno quindi permettere al Presidente della Fed di fornire spiegazioni dettagliate qualora decidesse di passare ad una nuova fase di allentamento quantitativo. Dopo i cambiamenti di inizio anno, i dieci membri del FOMC che voteranno nel 2012 dovrebbero essere, in maggioranza, piuttosto a favore di una tale decisione.

Consensus Forecasts: Growth & Inflation

	GDP YoY %								Inflation YoY %									
	2010	2011			2012				2010	2011			2012					
		M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	M	H	L	-1M	
M= Mean; H= High; L=Low																		
Developed Economies																		
USA	3.0	1.8	2.0	1.7	[1.7]	2.1	3.3	1.1	[1.9]	1.6	3.2	3.3	3.1	[3.1]	2.1	3.5	1.5	[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	2.7	[2.8]	2.0	2.6	1.6	[1.9]
Eurozone	1.8	1.6	1.7	1.5	[1.6]	0.4	1.1	-0.8	[0.6]	1.6	2.7	2.8	2.4	[2.6]	1.8	2.5	1.3	[1.8]
UK	1.8	1.0	1.5	0.7	[1.0]	1.1	2.3	-0.4	[1.5]	3.3	4.5	4.6	1.2	[4.4]	2.8	3.6	2.2	[2.7]
Switzerland	2.7	1.8	2.3	0.7	[2.0]	0.7	1.5	-0.4	[1.1]	0.7	0.4	0.5	0.2	[0.4]	0.1	0.7	-0.5	[0.4]
Japan	4.1	-0.4	0.2	-1.1	[-0.5]	2.1	3.8	0.5	[2.2]	-0.7	-0.3	0.3	-0.5	[-0.2]	-0.2	0.7	-0.8	[-0.2]
Australia	2.7	1.6	2.2	1.2	[1.7]	3.5	4.6	2.7	[3.5]	2.8	3.4	3.6	3.3	[3.4]	2.9	3.7	2.3	[2.9]

Source: Consensus Forecasts as of 14/11/2011



MERCATI INDUSTRIALIZZATI

Nessuna speranza per la congiuntura europea

L'attività ha già iniziato a contrarsi

Nel 3° trimestre, la crescita del PIL si è attestata a 0,2% per l'insieme della zona euro (come nel 2°), che porta la crescita del 2011 dopo tre trimestri all'1,6%. Le differenze tra i paesi sono notevoli: crescita rispettivamente di 0,5% e 0,4% in Germania e in Francia, stagnazione in Spagna e in Italia, contrazione in Portogallo e nei Paesi Bassi. Le componenti del PIL rispecchiano la debolezza della domanda interna, in particolare gli investimenti, mentre le prospettive nell'industria mostrano un netto calo degli ordinativi, interni e all'esportazione. I sondaggi sull'attività hanno continuato a peggiorare, lasciando prevedere una contrazione del PIL dell'ordine dello 0,5% per la fine dell'anno e probabilmente l'inizio di quello successivo. La recessione appare sempre più probabile e le ultime previsioni dei servizi della BCE sono state nettamente riviste al ribasso: La forbice delle aspettative va da -0,4% a 1% per il 2012 (a fronte di una crescita compresa tra 1,5% e 1,7% nel 2011).

Super Mario avanza ma delude un po'

In occasione della riunione del Consiglio Direttivo dell'8 dicembre, Mario Draghi ha annunciato una riduzione del tasso refi (portato all'1%), nuove misure di rifinanziamento delle banche con l'introduzione di un LTRO a 3 anni e l'allentamento dei criteri applicati ai titoli accettati in garanzia, anche dalle Banche centrali nazionali. Il tasso delle riserve obbligatorie è stato anch'esso ridotto (dal 2% all'1%) per liberare garanzie collaterali e sostenere l'attività sul mercato monetario. Al contrario, come era prevedibile alla luce delle dichiarazioni degli ultimi giorni, la BCE non prevede di incrementare massicciamente i suoi acquisti di debito pubblico e ha richiamato i governi a fare maggiori sforzi in questo ambito. Mario Draghi ha insistito a più riprese sul fatto che la monetizzazione dei deficit è contraria allo spirito dei trattati e ricordato che l'SMP (Securities Market Programme), che al 2 dicembre si attestava a 207 miliardi di euro, è finalizzato a garantire una buona trasmissione della politica monetaria.

Sempre più liquidità per il sistema bancario

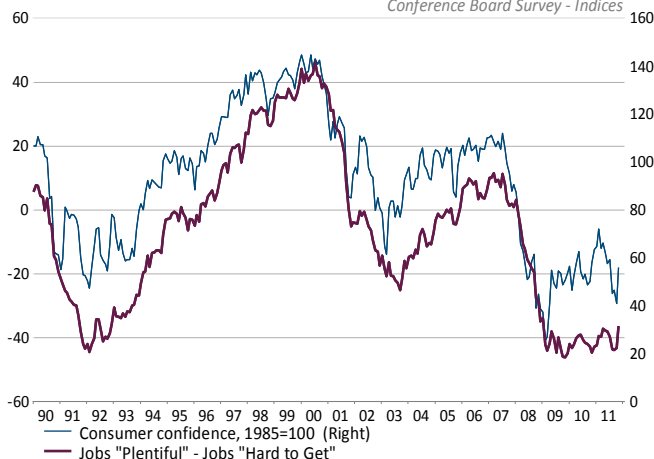
La BCE si adopera per assicurare liquidità alle banche europee, dal momento che le loro esigenze di ricapitalizzazione sono state riviste al rialzo dall'Autorità Bancaria Europea, che stima ormai a quasi 115 miliardi di euro il fabbisogno di fondi propri entro giugno 2012. Il 30 novembre, sei Banche centrali (Fed, Banca d'Inghilterra, Banca del Canada, BCE, Banca del Giappone e Banca Nazionale Svizzera) hanno annunciato misure concertate allo scopo di accrescere le capacità di fornire liquidità al sistema finanziario mondiale per attenuare le tensioni e facilitare la distribuzione del credito alle famiglie e alle imprese: riduzione di 50 pb del tasso degli accordi di swap destinati all'approvvigionamento in USD e realizzazione di accordi di swap sulle altre valute anche se il bisogno di liquidità per il momento sembra interessare solamente il dollaro. La cooperazione internazionale su questa materia è stata percepita come un elemento positivo che riflette l'impegno delle Banche centrali.

In attesa del prossimo vertice?

Il vertice europeo dell'8-9 dicembre si è concluso con importanti impegni di riforma istituzionale, in particolare con l'adozione di maggiori strumenti di controllo della buona gestione fiscale da parte di ogni Stato membro. Sono tuttavia ancora assenti le risposte concrete ai problemi di liquidità attraversati da alcuni paesi oltre che le precisazioni sulle nuove modalità di funzionamento del Fondo europeo di stabilizzazione finanziaria (FESF). Vi saranno verosimilmente altri vertici nei prossimi mesi, mentre i segnali di rallentamento della crescita nella zona euro si moltiplicheranno e, con essi, i rischi che gli obiettivi di riduzione dei deficit non vengano rispettati.

Stati Uniti: timida ripresa della fiducia delle famiglie

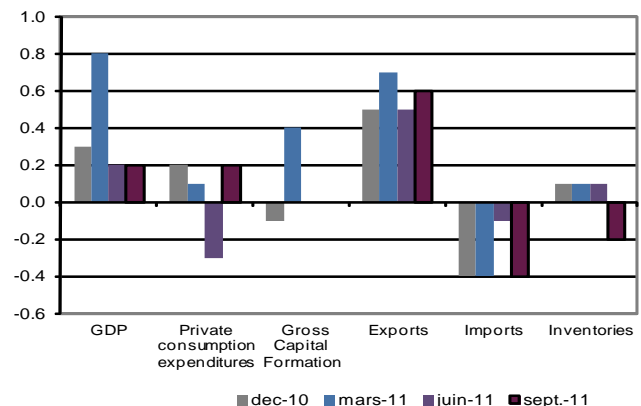
Conference Board Survey - Indices



Source: Factset, BNPP AM

Zona euro : verso la recessione dopo una crescita modesta

Eurozone: Contributions to QoQ GDP growth (in pp)



Source: Eurostat, BNPP AM



ZONE EMERGENTI

Rapido peggioramento della dinamica

Ritmo di crescita meno rapido, allentamento monetario

Il ritmo di crescita delle economie emergenti è nettamente decelerato negli ultimi mesi, soprattutto nelle economie cicliche, e nelle grandi economie come India o Brasile. Complessivamente, il tasso di crescita della produzione industriale si è stabilizzata a livelli molto modesti, se non addirittura in contrazione in termini sequenziali nel caso di alcuni paesi come Taiwan.

Nel breve termine, le prospettive sono destinate a peggiorare. Infatti, gli ultimi sondaggi PMI evidenziano una contrazione dei nuovi ordinativi, mentre le scorte aumentano a un ritmo superiore. Gli indicatori prospettici delle economie emergenti restano orientati negativamente, rispecchiando la debolezza delle economie industrializzate, ma soprattutto a causa delle strette monetarie. In termini generali, la crescita economica dovrebbe stabilizzarsi attorno al 5,5% nel 2012, a fronte del 7% del 2010.

Migliori prospettive per l'Asia e l'America Latina, rispetto all'Europa dell'Est

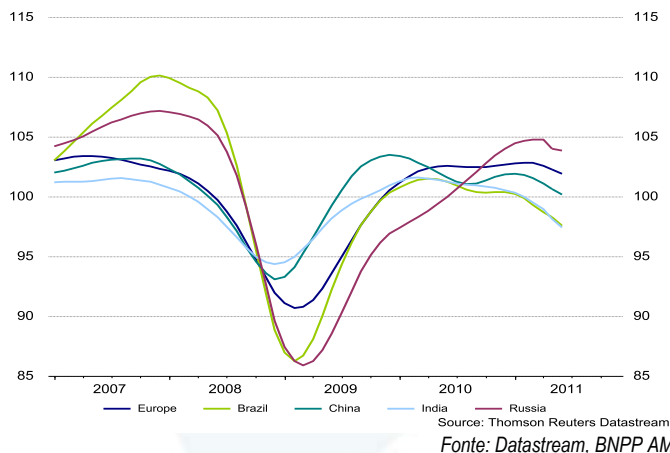
La regione asiatica resiste relativamente bene, mentre l'America Latina e l'Europa dell'Est evidenziano un rallentamento più netto del ciclo economico. Tuttavia, i rischi sono in rapido aumento: l'economia cinese rischia un rallentamento movimentato ma anche la transizione dei dirigenti, l'India deve far fronte a un forte peggioramento della sua valuta e dei deficit che lasciano poche alternative al governo, mentre il rischio politico aumenta in Russia.

Le autorità **cinesi** sono finalmente riuscite a invertire la tendenza del mercato immobiliare, dove i prezzi e il volume diminuiscono nella maggior parte delle grandi città. Gli investimenti contribuiscono per oltre il 50% alla crescita del PIL, principalmente attraverso le infrastrutture e l'immobiliare. Se quest'ultimo dovesse registrare un forte calo, avrebbe effetti ciclici e strutturali catastrofici, tenuto conto dell'importanza del settore immobiliare per le finanze pubbliche e private. La rapida decelerazione dell'economia ha spinto la PBOC a ridurre di 50 pb le riserve obbligatorie, ora al 21%, prefigurando l'inizio del ciclo di allentamento monetario. Per il 2012, la priorità sarà la stabilità della crescita economica attorno all'8%, grazie alla riduzione delle riserve e ad alcuni stimoli fiscali.

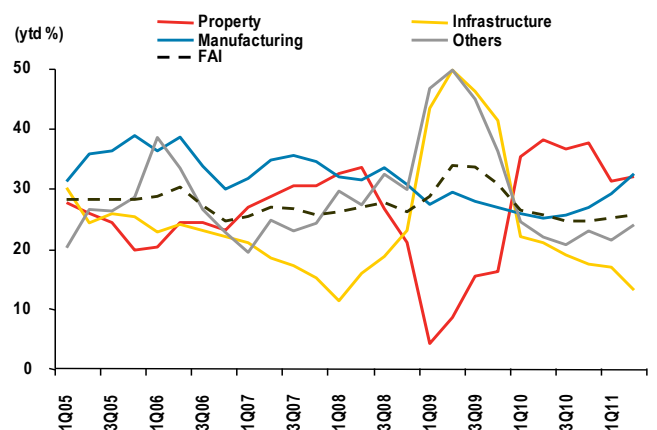
India: rallentamento dell'attività, aumento dei deficit e svalutazione della divisa

Le prospettive per l'economia **indiana** sono meno positive: inflazione elevata divenuta norma, forte peggioramento della produzione industriale, della bilancia corrente e fiscale, scandali a ripetizione e riforme costantemente rinviate. La forte svalutazione della rupia andrà monitorata attentamente poiché l'India è importatrice netta di beni e di capitali. Anche la situazione politica in **Russia** richiama alla prudenza. L'indebolimento del governo in carica potrebbe incoraggiare un maggiore lassismo fiscale o rinviare le riforme impopolari, ma necessarie. Infine, l'economia **brasiliiana** dovrebbe rallentare fortemente nel 2012, evidenziando una crescita di circa il 3% a fronte di una media del 4,5% dal 2004, sotto l'effetto della congiuntura globale e della domanda privata.

Indicatori prospettici dell'OCSE più negativi per l'India e il Brasile



Cina: Investimenti in calo, sotto la pressione di infrastrutture e immobiliare





MERCATI OBBLIGAZIONARI

TITOLI DI STATO

La BCE rafforza le misure per le banche ma non gli acquisti di titoli di Stato

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

La Fed verso una comunicazione più trasparente

La Fed lavorerà sulle sue politiche di comunicazione per rendere ulteriormente trasparenti ed efficaci le sue decisioni di politica monetaria. I membri del FOMC sembrano più disposti a legare il livello dei tassi d'intervento a obiettivi quantitativi di occupazione o di inflazione, piuttosto che di crescita, ed a pubblicare maggiori informazioni sull'andamento futuro dei tassi, così come già avviene annunciando il mantenimento del livello attuale dei tassi fino alla metà del 2013. Lo scenario che ci attende è quello di tassi a breve bassi per un lungo periodo, una curva fortemente direzionale e tassi a lunga scadenza che restano per ora a livelli bassi.

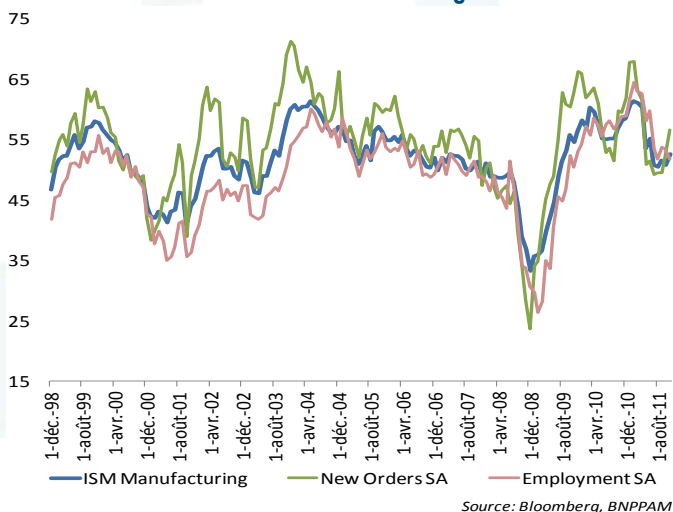
Per quanto riguarda l'Europa, vi sono stati altri vertici importanti che hanno confermato la volontà condivisa di trovare soluzioni, ma che stentano a convincere i mercati. Il nuovo governo in Italia ha proposto misure che a nostro avviso vanno nella giusta direzione, ma la strada è ancora lunga.

La BCE aumenta le misure di sostegno alle banche

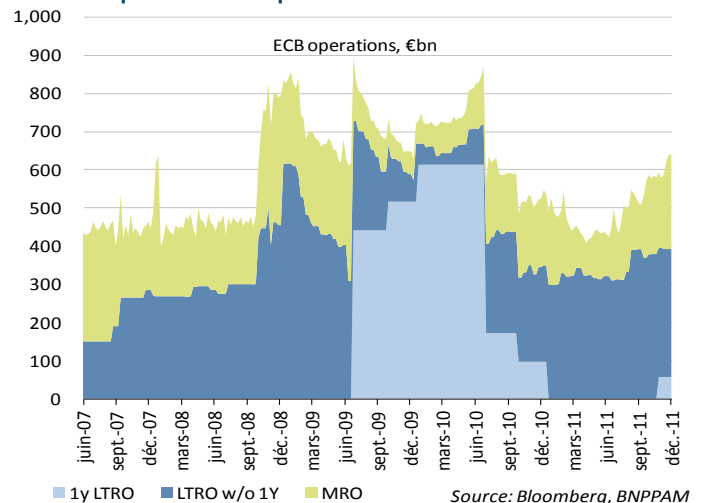
La BCE ha invece nuovamente ridotto il tasso d'intervento di 25 pb in occasione della sua ultima riunione. Erano molto attese gli annunci delle misure straordinarie supplementari che la Banca centrale intendeva adottare. Mario Draghi ha rivelato misure importanti sul finanziamento delle banche, ma ha anche mostrato una scarsa flessibilità sul programma di acquisto di titoli sovrani sul mercato secondario (SMP). Sul primo punto, era importante per noi avere un rafforzamento delle misure di liquidità, per apportare più ossigeno in un contesto in cui le banche stentano a finanziarsi sul mercato primario. L'introduzione di operazioni di rifinanziamento a 36 mesi, la riduzione della percentuale di riserve obbligatorie e l'ampiamiento delle garanzie collaterali ammesse superano le nostre attese, e ne siamo positivamente sorpresi. Per quanto riguarda l'SMP, al contrario, Mario Draghi non ha segnalato la sua intenzione di aumentare il suo sostegno agli Stati, poiché in contrasto con le regole del trattato, e ciò vale anche per eventuali finanziamenti destinati a sostenere gli Stati membri.

I fondamentali, la politica monetaria e l'avversione al rischio sono a favore dei tassi «core» bassi, ma le valutazioni ci sembrano care. Inoltre, non tiene conto del premio da aggiungere per remunerare il rischio paese. Se per ora non sembra essere una preoccupazione per questi rendimenti, l'insuccesso dell'aggiudicazione in Germania in novembre ci induce a vigilare attentamente questo punto.

Stabilizzazione economica negli USA?



La BCE procederà ad operazioni di rifinanziamento a 3 anni





CREDITO IG E HY

L'incertezza in Europa non viene meno

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

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

Tuttavia, il mercato oggi sembra purtroppo influenzato prevalentemente dagli eventi in Europa, dove la crisi sovrana resta ancora complessa. Le proposte avanzate dai governi in occasione delle recenti riunioni vanno nella giusta direzione, ma resta l'incertezza. La crescita europea conoscerà un periodo difficile, dal momento che gli indicatori prospettici suggeriscono l'arrivo di una nuova recessione.

A livello delle banche, le difficoltà degli Stati europei pesano sugli istituti finanziari che detengono il debito degli Stati. La conseguenza è un prosciugamento del mercato primario, che non permette un finanziamento equilibrato al di là delle liquidità fornite dalla BCE a breve termine. La Banca centrale ha giustamente deciso di intervenire in modo più massiccio per colmare il fabbisogno di liquidità, arrivando ad offrire operazioni a tre anni e ampliando il novero del collaterale ammesso per queste operazioni. Queste misure sono certamente le benvenute, ma non eliminano la necessità di emissioni più a lungo termine, mentre il progetto di garanzie congiunte a livello europeo non sembra per ora concretizzarsi, giustificando quindi il nostro scetticismo in occasione degli annunci.

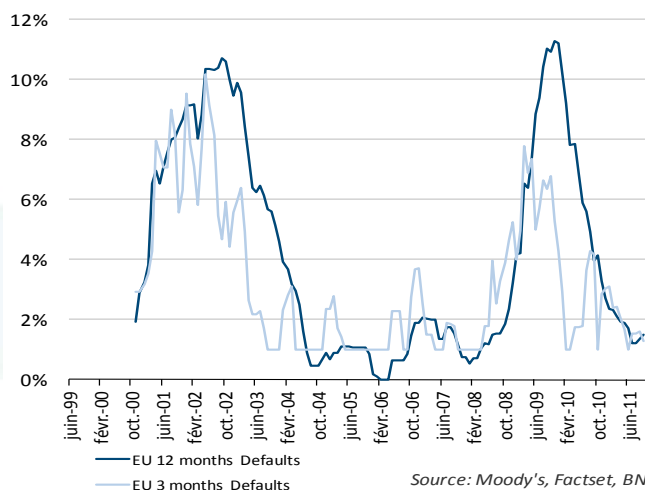
Questo punto è cruciale poiché assistiamo oggi ad un peggioramento delle condizioni per la concessione di credito da parte delle banche europee, che indicano che la loro difficoltà di accesso al mercato diventa un fattore sempre più importante che pesa sui crediti alle imprese. Un credito meno abbondante e più caro non favorisce l'economia e le imprese sempre più dipendenti dal finanziamento bancario. I tassi di insolvenza sono a livelli molto bassi, ma il rallentamento economico e il peggioramento delle condizioni di credito sarebbero coerenti con un loro lieve incremento, anche se occorre riconoscere che lo stato di salute delle imprese è oggi migliore che nel 2008.

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

Nessun aumento delle insolvenze in vista negli USA

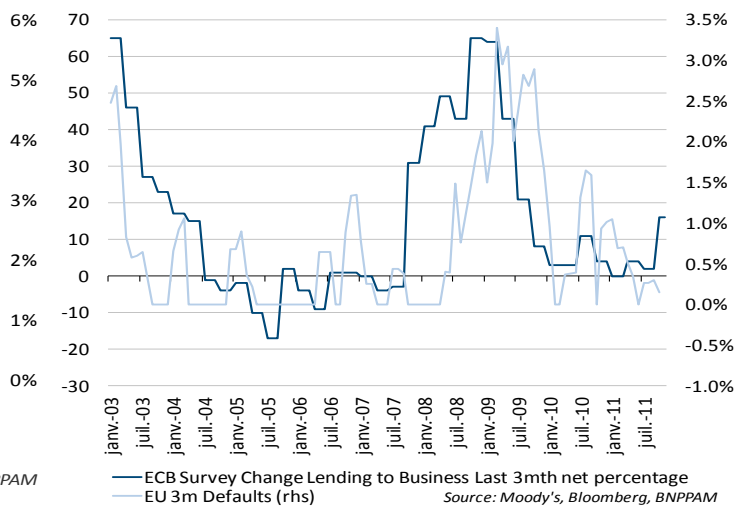
La BCE in soccorso delle banche

Tassi di insolvenza a livelli molto bassi in Europa...



Source: Moody's, Factset, BNPPAM

...ma peggioramento in vista ?



Source: Moody's, Bloomberg, BNPPAM



DEBITO EMERGENTE

Divergenza crescente tra economie emergenti

Rincaro del costo della protezione

Dopo una tregua in ottobre, i timori di contagio dalla crisi del debito europeo hanno portato ad un incremento del costo della protezione da un'insolvenza dei principali paesi emergenti (CDS sovrani a cinque anni). Questo incremento quasi generalizzato è tuttavia stato più moderato in novembre che in settembre e nettamente inferiore rispetto alla crisi del 2008-2009. Un calo dei CDS è persino stato osservato dalla fine di novembre, grazie all'adozione di riforme in alcuni paesi della zona euro e alle discussioni sul rafforzamento del rigore fiscale nell'Unione Europea.

Mantenimento di posizioni prudenti sulla classe di attivi a causa dell'avversione globale al rischio

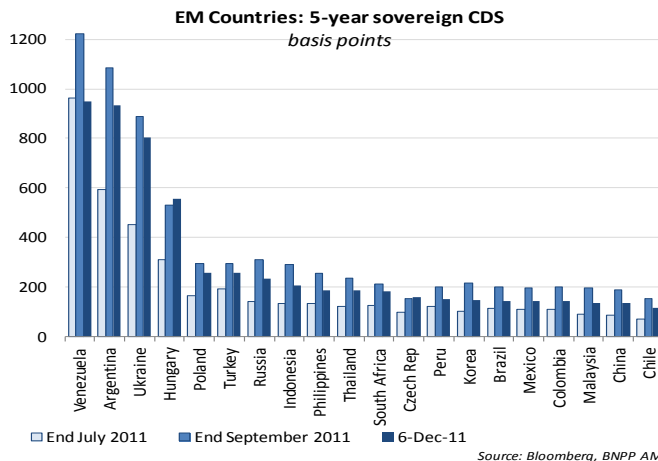
L'avversione globale al rischio, alimentata dalla crisi europea, continua quindi a determinare in larga parte le performance di questa classe di attivi che presenta tuttavia fondamentali positivi, soprattutto nel caso del debito locale. Manteniamo infatti una **visione positiva sul debito locale espresso in valute locali**. In uno scenario di rallentamento economico, di calo dell'inflazione e di allentamento monetario, i tassi delle obbligazioni locali dovrebbero continuare a diminuire nei prossimi mesi, a condizione tuttavia che la crisi della zona euro non peggiori e non conduca a massicci deflussi di capitali. In un tale scenario – che non coincide con il nostro anche se non pensiamo che possa esservi una soluzione rapida – i deflussi dagli attivi emergenti ad opera degli investitori esteri potrebbero determinare una tensione dei tassi obbligazionari, come è brevemente avvenuto in novembre e nel periodo 2008-2009. La situazione è tuttavia molto diversa da un paese all'altro, poiché **la regione EMEA è la più vulnerabile** a causa della sua maggiore esposizione, sia commerciale sia finanziaria, alla zona euro. Le reazioni delle Banche centrali al peggioramento delle loro prospettive economiche e all'indebolimento delle loro valute dovrebbero quindi continuare a divergere nei prossimi mesi. Nell'EMEA, la loro priorità è quella di limitare le pressioni inflazionistiche indotte dalla svalutazione della loro moneta, mentre in Asia e in America Latina altre riduzioni dei tassi d'intervento sono attese nei prossimi mesi per aiutare a rilanciare l'economia.

Pressioni al ribasso sulle valute

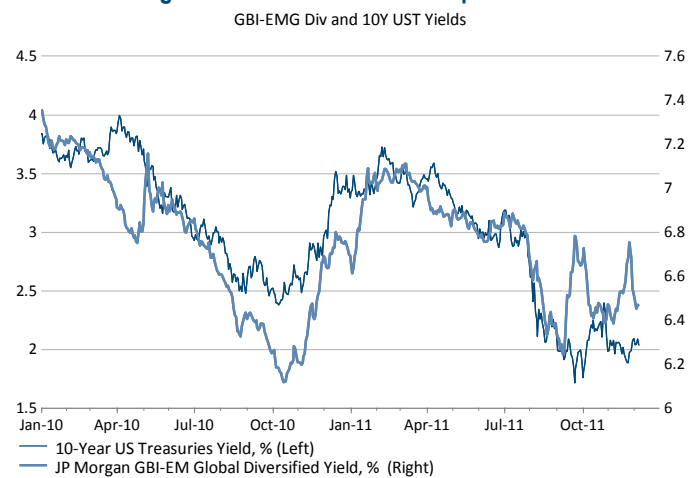
In questo contesto economico, e tenuto conto dell'elevata avversione al rischio, le **pressioni ribassiste sulle valute emergenti** dovrebbero perdurare nonostante valutazioni meno elevate che all'inizio dell'anno e un differenziale dei tassi d'interesse a breve termine ancora molto interessante. Consigliamo quindi un'esposizione neutrale al debito emergente agli investitori internazionali non coperti dal rischio di cambio, poiché le performance delle obbligazioni locali possono essere controbilanciate dal deprezzamento delle valute.

Da alcuni mesi, la performance del **debito estero** è trainata essenzialmente da fattori globali, poiché il rally delle obbligazioni americane permette di compensare abbondantemente l'allargamento degli spread dei titoli sovrani emergenti. Nei prossimi mesi, la performance di questa classe di attivi dovrebbe essere limitata dal continuo allargamento degli spread dovuto al rallentamento economico, mentre la performance delle obbligazioni americane sottostanti appare limitata poiché i tassi sono già molto bassi.

Rischi di contagio: rincaro generalizzato del costo della protezione



Obbligazioni locali: rendimento superiore al 6%





MERCATO DEI CAMBI

La crisi sovrana europea pesa sulla moneta unica

Il dollaro come rifugio

Il soprassalto dell'euro (oltre 1,42) in seguito al vertice europeo del 26 ottobre ha avuto vita breve. Mentre novembre è stato caratterizzato da nuove brusche flessioni dei mercati azionari, il dollaro ha beneficiato del suo ruolo di valuta rifugio, tornando verso 1,32 a fine mese prima di venire leggermente indebolito dal ritrovato interesse per gli attivi rischiosi e poi, il 30 novembre, dalla decisione delle Banche centrali sui loro accordi di swap in dollari. All'inizio di dicembre, oscillava attorno a 1,33 euro. Da un mese, il dollaro si è apprezzato rispetto alla maggior parte delle valute del G10, ad eccezione del dollaro canadese e dello yen, rimasti praticamente stabili. Rispetto a un paniere di valute (calcoli del tasso di cambio effettivo della Banca d'Inghilterra), la valuta americana è cresciuta dell'1,8% da fine ottobre a inizio dicembre, apprezzandosi anche rispetto a numerose valute emergenti. La volatilità sul mercato dei cambi è rimasta elevata nelle ultime settimane, riflettendo l'assenza di uno scenario chiaro sul futuro della zona Euro e sulle prospettive economiche degli Stati Uniti.

Verso un indebolimento dell'euro

Nel breve termine, dal momento che le posizioni speculative contro l'euro sono massicce, ogni notizia percepita come un passo avanti nei dibattiti tra Stati europei sembra poter provocare un rimbalzo dell'euro. Nel medio termine, tuttavia, continuiamo a prevedere una flessione dell'euro rispetto al dollaro a causa del forte differenziale di crescita tra gli Stati Uniti, dove la crescita resiste, e la zona euro, diretta verso la recessione. La prosecuzione del calo dei tassi d'intervento della BCE prevista per l'inizio del 2012 potrebbe incidere nella stessa direzione, soprattutto se la BCE decide di far passare il suo principale tasso di riferimento sotto quota 1%, superando le aspettative che prevedono per ora una stabilizzazione a 0,75%. Nonostante la conferma di una politica monetaria molto espansiva negli Stati Uniti, con – forse – nuove misure di allentamento quantitativo, la parità EUR/USD dovrebbe passare sotto quota 1,30 nel 2012.

Lo yen resta forte

Il massiccio intervento (9 091 miliardi di yen) sul mercato dei cambi realizzato dalla Banca del Giappone a fine ottobre non è riuscita a invertire la tendenza seguita dalla parità USD/JPY che si è stabilizzata oltre 77. Le autorità nipponiche lasciano intendere che continueranno a vigilare attentamente ogni apprezzamento della valuta, ma un indebolimento massiccio non sembra all'ordine del giorno, poiché lo yen resta una valuta rifugio. La politica monetaria della BoJ resta comunque molto espansiva e nuove misure di allentamento quantitativo, così come l'aumento degli acquisti di titoli (soprattutto JGB) deciso a fine ottobre, potrebbero intervenire e pesare sulla valuta.

Valute che risentono delle difficoltà europee

Le valute tradizionalmente legate alle materie prime e più in generale alla crescita mondiale continuano a muoversi di pari passo con le oscillazioni della propensione al rischio. In questo gruppo, la corona svedese potrebbe risentire degli stretti legami economici del paese con la zona euro dove la domanda è destinata a diminuire. Analogamente, la parità USD/CHF potrebbe tornare oltre quota 1 nel secondo semestre 2012. Anche se le pressioni esercitate dagli industriali svizzeri presso la BNS per rivedere la sua soglia d'intervento sulla parità EUR/CHF (fissata a 1,20 in settembre), hanno poche probabilità di successo a breve scadenza, potrebbero comunque provocare una svalutazione del franco. Questo movimento avverrebbe non solamente rispetto all'euro, ma anche rispetto al dollaro, poiché i due elementi (calo del CHF rispetto all'euro, e dell'EUR contro USD) si sommano.

FX Rate Forecast Summary (Major Currencies)

End of Period		2010	02-Dec-11	4Q 2011		1Q 2012		2Q 2012		3Q 2012	
				Min	Max	Min	Max	Min	Max	Min	Max
USD Block	EUR / USD	1.34	1.3484	1.25	1.35	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30
	USD / JPY	81	77.85	75	85	77	87	80	90	80	90
	USD / CAD	0.99	1.0118	0.97	1.07	0.97	1.07	0.95	1.05	0.95	1.05
	AUD / USD	1.03	1.0261	0.90	1.00	0.95	1.05	0.95	1.05	0.95	1.05
	GBP / USD	1.57	1.5695	1.44	1.63	1.39	1.56	1.39	1.56	1.39	1.56
	USD / CHF	0.93	0.9161	0.92	1.00	0.96	1.04	0.96	1.04	1.00	1.08
EUR Block	EUR / JPY	109	104.96	98	111	96	109	100	113	100	113
	EUR / GBP	0.86	0.8591	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90	0.80	0.90
	EUR / CHF	1.25	1.2352	1.20	1.30	1.20	1.30	1.20	1.30	1.25	1.35

Source: BNPP AM as of 2/12/2011



MERCATI AZIONARI

MERCATI INDUSTRIALIZZATI

È ancora troppo presto per abbandonare il nostro orientamento prudente

Il rallentamento globale prosegue, ma gli Stati Uniti resistono

Il costante peggioramento delle condizioni economiche a livello mondiale – ad eccezione degli Stati Uniti che dimostrano una considerevole capacità di resistenza – resta una notevole fonte di preoccupazione per gli investitori. Negli Stati Uniti, i tassi delle sorprese positive delle pubblicazioni di dati macroeconomici hanno continuato il loro rimbalzo nelle ultime settimane, e si collocano ora a livelli estremamente elevati. Di conseguenza questo indicatore è prossimo ad un livello di picco e sarà quindi sempre meno favorevole ai mercati azionari nei prossimi mesi, tanto più che il rallentamento dell'economia globale continuerà a pesare sulla congiuntura americana.

Nelle altre regioni e in particolare nella zona euro, le condizioni restano difficili; il rallentamento prosegue e sarà accentuato dalle misure di austerità fiscale destinate a intensificarsi in tutti i paesi dell'area. Una soluzione in grande stile per risolvere questa crisi sarà difficile da realizzare a causa dei vincoli istituzionali e di governance specifici della zona euro, ma anche perché dovrà fare i conti con prospettive di crescita modeste.

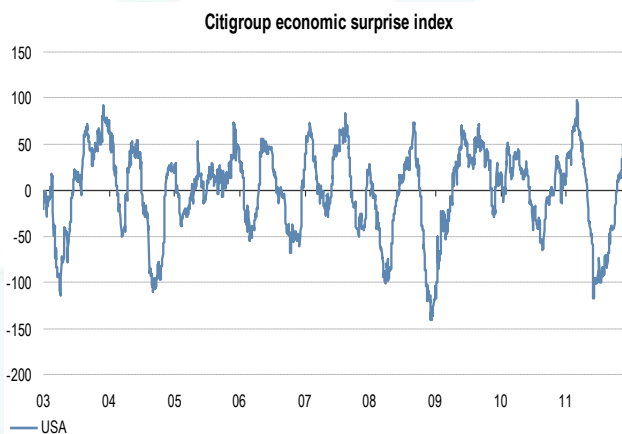
Le Banche centrali continueranno a lottare contro la stretta delle condizioni di finanziamento

In queste condizioni, le grandi banche centrali, compresa in modo crescente la BCE, continueranno ad adottare politiche monetarie estremamente espansive, allo scopo di sostenere l'attività economica in generale ma anche la liquidità del sistema bancario, per evitare un razionamento dell'offerta di credito.

Fino ad ora e nonostante questo scenario difficile, i risultati delle imprese hanno continuato a mostrare una buona resistenza, ma le prospettive stanno peggiorando. Le aspettative degli analisti sui tassi di crescita degli utili sono state riviste al ribasso, ma restano a nostro parere ancora troppo ambiziose. Infatti, il consensus prevede un rallentamento sensibile della crescita dei fatturati, il che sembra del tutto coerente in uno scenario di crescita modesta. Lo stesso consensus continua tuttavia a prevedere una notevole espansione dei margini, il che ci appare eccessivamente ottimistico dal momento che si attestano già a livelli estremamente elevati e che la leva operativa sarà molto meno favorevole in un contesto di rallentamento delle vendite. Inoltre, nonostante un miglioramento temporaneo osservato nelle ultime settimane, la tendenza delle revisioni delle prospettive degli utili dovrebbe restare orientata al ribasso, il che continuerà a pesare sui mercati azionari.

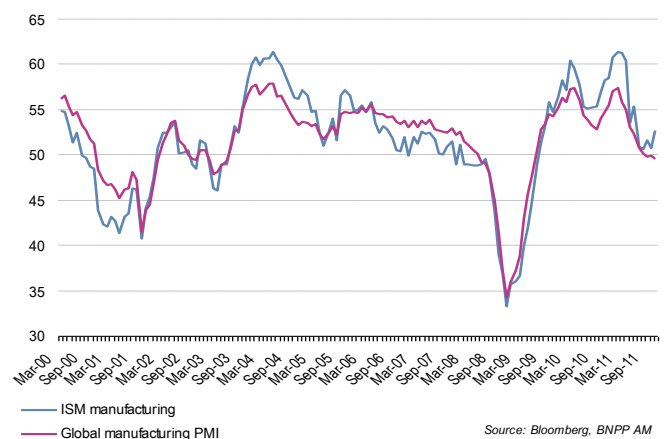
Le valutazioni dei mercati che sono apparentemente favorevoli devono quindi essere relativizzate e non costituiscono ancora, a nostro parere, un motivo sufficiente per acquistare. I PER basati su aspettative di risultati a 12 mesi degli analisti, i cui livelli possono apparire interessanti, devono essere analizzati con prudenza fintantoché la tendenza delle revisioni delle aspettative di utile resta orientata al ribasso.

Stati Uniti: sorprese positive sui dati economici già ai massimi



Fonte: Bloomberg, BNPP AM

Rallentamento mondiale del settore manifatturiero nonostante il rimbalzo americano



Source: Bloomberg, BNPP AM



MERCATI INDUSTRIALIZZATI

Indicatori di fiducia meno pessimistici di quanto suggerirebbe il contesto

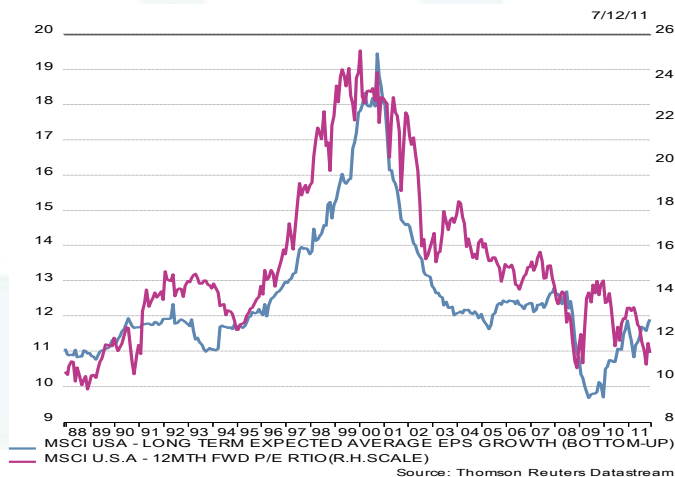
Inoltre, analizzando gli indicatori di valutazione basati su periodi molto lunghi, il PER corretto per il ciclo economico ad esempio, i mercati non sono peraltro altrettanto interessanti. L'unico indicatore di valorizzazione chiaramente favorevole alle azioni è quello del confronto con i prodotti di tassi: obbligazioni corporate o titoli di Stato.

Riteniamo che la volatilità dei mercati azionari sia destinata a restare elevata. In questa prospettiva, gli indicatori tecnici e di fiducia svolgono un ruolo preponderante. Nonostante rischi oggettivamente ancora elevati, le misure sulla fiducia degli investitori azionari testimoniano una certa prudenza ma si collocano lontani dai livelli di panico che costituirebbe un sostegno senza ambiguità per i mercati. Inoltre, gli indicatori di tendenza continuano per il momento a offrire un messaggio ribassista. A brevissimo termine, la stagionalità e posizioni speculative estremamente short costituiscono i fattori di sostegno più significativi per i mercati.

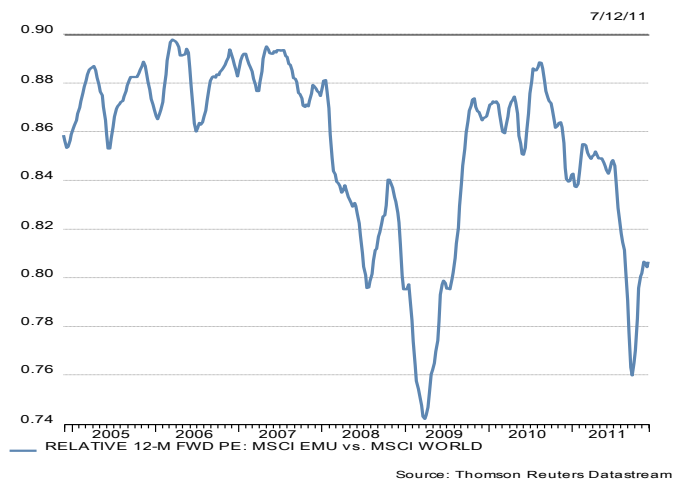
Privilegiare i mercati britannico e giapponese

In termini relativi, privilegiamo ancora il **mercato britannico**. Con una valutazione modesta, dovrebbe continuare a beneficiare della politica monetaria particolarmente espansiva della Banca d'Inghilterra e di una sterlina debole. Continuiamo inoltre a privilegiare il **mercato giapponese**, che beneficia di valutazioni estremamente interessanti in termini sia relativi sia assoluti. Continuiamo inoltre a prevedere una progressiva svalutazione dello yen. Manteniamo un'esposizione leggermente positiva al **mercato svizzero** che beneficia di un indebolimento relativo del franco e di maggiore visibilità sulla sua evoluzione, ma anche di qualità difensive che permettono di mitigare la sua esposizione alla zona euro e una valutazione ancora elevata. Restiamo neutrali sulle **azioni americane**. Il loro carattere difensivo in uno scenario di elevata avversione al rischio costituisce ancora un punto di forza, ma le revisioni relative degli utili sono meno favorevoli di quanto non lo fossero nei mesi scorsi e i livelli di valutazione aumentano. Restiamo prudenti sul **mercato australiano**. Il ciclo di riduzione dei tassi in corso è un elemento molto favorevole, ma dovrebbe restare limitato, dal momento che la riduzione del prezzo delle materie prime e il rallentamento globale dovrebbero continuare a pesare. Preferiamo mantenere un orientamento prudente nei confronti dei **mercati della zona euro**. Essi restano estremamente interessanti in termini di valutazione relativa e il recente indebolimento dell'euro potrebbe incidere positivamente su revisioni degli utili altrimenti orientate negativamente, ma i rischi legati alla crisi sovrana e la probabilità di una recessione ci impediscono ancora di adottare un orientamento più favorevole. I recenti sviluppi istituzionali e il coinvolgimento della BCE vanno nella direzione giusta per risolvere la crisi sovrana, ma ci sembrano ancora troppo limitati rispetto ai rischi che incombono sull'area. Infine, non modifichiamo la nostra posizione sul **mercato canadese** che resta molto caro e vulnerabile al ribasso dei prezzi delle materie prime.

Le prospettive di crescita pesano sull'andamento dei multipli di valutazione



Azioni della zona euro: valutazione relativa interessante ma lontana dai minimi



MERCATI EMERGENTI

Allentamento monetario significa espansione dei multipli



Valutazione prossima ai livelli di crisi. Elevata probabilità di performance positiva a 12 mesi

Il livello di valutazione dei mercati emergenti (PBV, PER) è tornato ai minimi storici, prossimi a quelli delle crisi precedenti del 2003 e 2009. Tuttavia, la tendenza delle revisioni degli utili resterà ribassista finché non si saranno stabilizzati gli indicatori prospettici, quindi almeno fino alla fine del primo trimestre 2012. Infatti, i consumi interni restano moderati, mentre la domanda modesta dei mercati industrializzati dovrebbe penalizzare le esportazioni.

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. Infine, 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. Nel 2012, gli stimoli fiscali e monetari, uniti a un incremento delle percentuali dei prestiti bancari dovrebbero sostenere una espansione dei multipli.

Poca decorrelazione delle borse in caso di elevata avversione al rischio

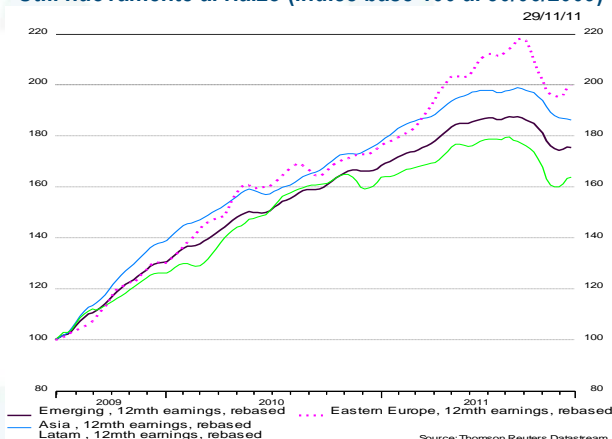
Nel breve termine, l'assenza di visibilità e l'avversione al rischio continuano ad incidere sulle borse emergenti, che oscilleranno probabilmente di pari passo con i mercati industrializzati, sebbene con fondamentali migliori. È particolarmente il caso del rendimento dei fondi propri (ROE), molto favorevole per gli emergenti rispetto agli industrializzati dal 2001, e un potente fattore discriminante di sovraperformance. In questo contesto, privilegiamo ancora le borse con solidi fondamentali interni e poco esposte al ciclo mondiale. Una percezione sfavorevole dei rischi contribuisce a limitare il potenziale di apprezzamento delle valute emergenti rispetto al dollaro, e potrebbe persino determinare una flessione di alcune di esse. È interessante rilevare che i contratti a termine del RMB contro USD scontano un peggioramento dello yuan!

Cina : allentamento monetario e fiscale favorevole alle borse

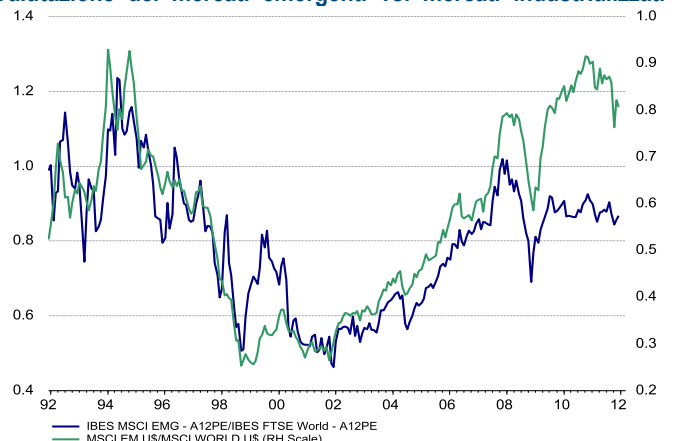
Manteniamo la sovraperponderazione sulla **Cina**. La dinamica economica decelera rapidamente, come indica il PMI di novembre che è passato da 50,4 a 49, oltre che la contrazione dei prezzi degli immobili, il che rimette in discussione lo scenario di atterraggio morbido e la capacità delle autorità cinesi di rilanciare l'economia in un contesto depresso. La banca centrale inverte la sua politica monetaria e privilegia ormai una crescita stabile attorno all'8%. Per la prima volta da febbraio 2009 ha ridotto di 50 pb la percentuale delle riserve obbligatorie, e altre misure fiscali seguiranno presto. In questo contesto, i multipli di valutazione, a livelli molto depressi, dovrebbero allentarsi e facilitare l'orientamento rialzista degli indici.

Manteniamo l'orientamento positivo sulla **Russia**. La Russia è stata fino ad ora ben sostenuta dai prezzi del petrolio orientati al rialzo e da una liquidità abbondante. Tra i fattori positivi: l'inflazione è stabile, l'eccedenza della bilancia corrente aumenta, i consumi privati crescono, e la Russia è entrata in novembre nell'Organizzazione mondiale del commercio. Inoltre, le azioni russe sono tra le meno care al mondo, parzialmente a causa dell'intervento dello Stato e ancora di più dell'incremento dei rischi politici in seguito alle elezioni (che provocano una notevole volatilità sul mercato). Vi è il rischio che il nuovo potere si avvii su un percorso nazionalista, aumenti il prezzo del petrolio, riduca la rapidità delle privatizzazioni o adotti una politica fiscale lassista.

Utili nuovamente al rialzo (indice base 100 al 30/06/2009)



Valutazione dei mercati emergenti vs. mercati industrializzati




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

Torniamo ad una posizione neutrale/positiva sul **Brasile**. La domanda interna dovrebbe beneficiare del sostegno politico, poiché a fine agosto la Banca Centrale ha iniziato un allentamento monetario. L'inflazione continua a decelerare. Il PMI è aumentato da 46,5 a 48,7. I multipli di valutazione sono scesi a minimi comparabili alla crisi del 2008, le attese sugli utili sono modeste, mentre il paese gode di una flessibilità monetaria e fiscale che gli permette di evitare il peggio del rallentamento economico mondiale, oltre che di una minore crescita degli utili. In futuro, le esportazioni dovrebbero risentire del rallentamento della domanda estera e di un *real* ancora sopravvalutato.

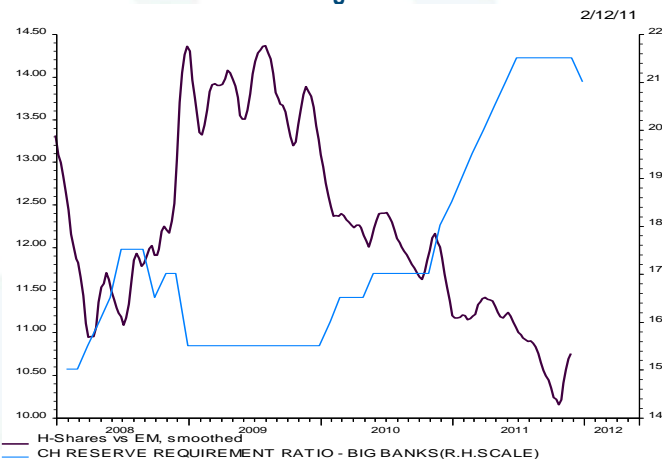
Restiamo neutrali sulla **Corea del Sud** a causa della natura ciclica dell'economia, più esposta alle incertezze provenienti dai mercati industrializzati, e con una performance relativa elevata. L'ultimo dato del PMI di 47,5, riflette l'impatto del rallentamento globale ma preoccupa di più la debolezza della domanda interna che rappresenta una minaccia per la crescita. L'inflazione resta ancora fonte di preoccupazione, ma la banca centrale non dovrebbe aumentare i tassi d'intervento, temendo la debolezza dell'economia mondiale. Al contrario, è probabile una riduzione dei tassi. Inoltre, le valutazioni sono interessanti ma le prospettive di utile sono modeste.

Ancora un orientamento nettamente negativo su **Taiwan**, poiché l'economia è fortemente ciclica ed esposta all'Europa. Le forti revisioni al ribasso degli utili riflettono una domanda estera più debole e freni che incidono sui settori ciclici come le tecnologie dell'informazione. La decelerazione della produzione conferma le ripercussioni della domanda estera. Inoltre, le elezioni del mese prossimo aggiungono volatilità ai mercati. Gli investitori rischiano di adottare un atteggiamento difensivo per il timore di una vittoria del DPP, partito contrario al riavvicinamento alla Cina. Infine, le valutazioni non sono ancora interessanti.

Prudenza sul mercato indiano

Scegliamo di diventare più prudenti sull'**India**. Aumentano i segnali di rallentamento, con i primi dati del PIL che evidenziano una crescita del 6,9% solamente a causa degli effetti ritardati della stretta monetaria. Il PMI è diminuito da 52 a 51 (in particolare il settore manifatturiero), riflettendo la debolezza dei nuovi ordinativi. In ottobre, il deficit commerciale è arrivato al livello record di USD 19,6 miliardi. Infine, il recente stallo delle riforme sul commercio al dettaglio mina la credibilità del governo.

L'orientamento sulla **Turchia** resta negativo. L'inflazione è ancora orientata al rialzo, a causa degli effetti dei recenti incrementi delle tasse, oltre che delle pressioni dell'offerta sull'inflazione (particolarmente i prezzi legati all'alimentazione). Sommata ad un deficit della bilancia corrente ancora elevato, dovrebbe esercitare ulteriori pressioni sulla valuta e indurre la Banca Centrale a rafforzare la sua stretta monetaria. Inoltre, le revisioni degli utili sono al ribasso e le valutazioni non sono interessanti. Infine, la Turchia è il mercato del nostro universo più esposto alla crisi del debito sovrano europeo, e quindi fortemente dipendente dalle banche.

La performance delle azioni cinesi rispetto all'universo è negativamente correlata alla percentuale delle riserve obbligatorie

Mercato russo correlato al prezzo del greggio russo (in dollari)


Fonte : Bloomberg, BNPP AM



STRATEGIE ALTERNATIVE

MATERIE PRIME

Confermata la preferenza per l'oro. Posizione neutrale sulle altre materie prime

Una tensione progressiva dei mercati petroliferi resta probabile nel medio termine, se si evita la recessione

I prezzi del **Brent** sono rimasti relativamente stabili attorno a USD110 nelle ultime settimane, oscillando in funzione della propensione al rischio e del livello del dollaro. In un contesto di rallentamento della crescita economica mondiale, la domanda di petrolio rischia di crescere a una velocità minore, mentre la produzione di petrolio riprende in Libia. Ciò dovrebbe contribuire ad attenuare la tensione dei mercati petroliferi a breve termine, e pesare quindi sui corsi. Tuttavia, alcuni fattori limitano i rischi di ribasso per i prezzi del petrolio. In primo luogo, le scorte di petrolio restano deboli nei paesi dell'OCSE rispetto alle medie degli ultimi anni, e sembrerebbe che anche in India e in Cina la situazione sia la stessa. D'altro canto, le tensioni geopolitiche restano vive in Medio Oriente, e giustificano il persistere di un «premio geopolitico» nei corsi. Infine, se i prezzi del petrolio dovessero diminuire notevolmente, l'OPEC potrebbe decidere di diminuire la sua produzione. Restiamo quindi positivi nel medio termine sui fondamentali petroliferi, ma **preferiamo restare neutrali sul petrolio** per i prossimi mesi.

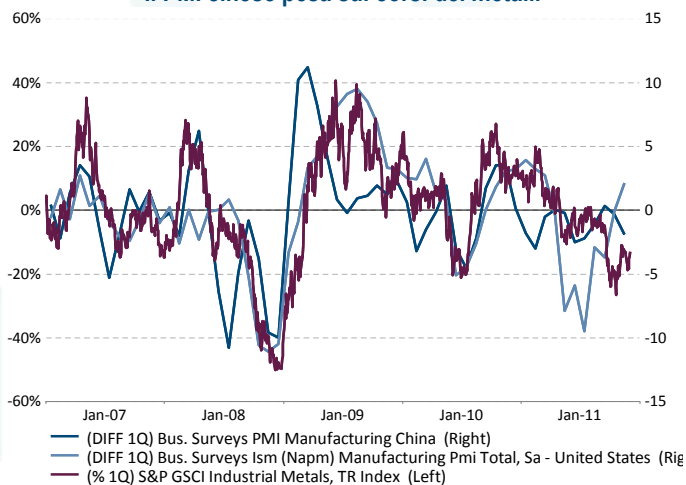
I mercati dei **metalli di base** hanno registrato nuovamente una performance modesta in novembre, in un contesto connotato dalla prosecuzione del rallentamento economico in Europa e da timori sul settore industriale in Cina. Infatti, mentre i mercati sono stati rapidi a integrare il peggioramento delle prospettive economiche europee nelle previsioni della domanda per i metalli industriali, la solidità della domanda cinese di rame è stata il principale fattore di sostegno che ha permesso ai prezzi di limitare le perdite. Restiamo fiduciosi nell'economia cinese, ma i rischi sono aumentati. **Restiamo neutrali sui metalli di base.**

Gli investimenti restano il motore della crescita della domanda di oro

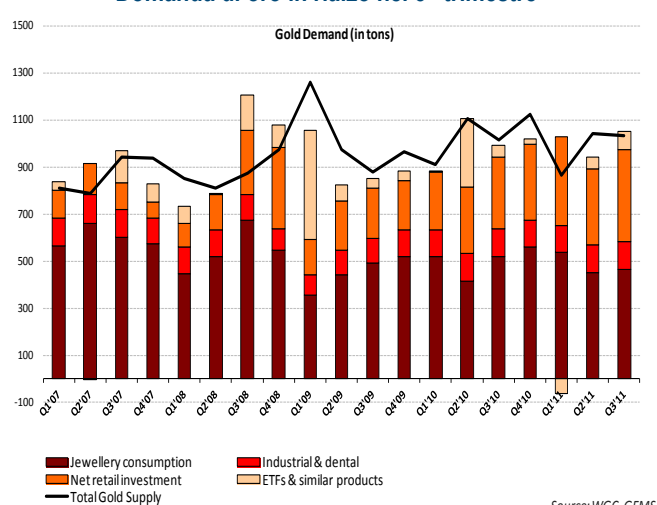
I prezzi dell'**oro** sono rimasti volatili in novembre, seguendo gli attivi rischiosi. Infatti, dopo essere aumentati fino a USD1.800 l'oncia, i corsi del metallo giallo hanno subito una correzione fino a USD 1.680, prima di risalire verso quota USD 1.740. Il rapporto del World Gold Council sulla domanda per il metallo nel T3 ha sottolineato la solidità della domanda d'investimento, soprattutto in Europa. Il persistere dell'interesse degli investitori per il metallo è peraltro confermato dal fatto che gli attivi degli ETF auriferi hanno raggiunto un nuovo record in novembre. Tuttavia, il rapporto del WGC attesta anche un rallentamento della domanda indiana sul fronte sia della gioielleria sia degli investimenti, probabilmente in conseguenza del livello record dei prezzi e della forte volatilità. Dal momento che riteniamo che l'interesse degli investitori per il metallo sia destinato a restare sostenuto nei prossimi trimestri, **restiamo positivi sull'oro**, ma i prezzi del metallo potrebbero registrare una correzione qualora diminuisse la domanda d'investimento.

I mercati dei **cereali** sono rimasti deboli in novembre. Il rafforzamento del dollaro e la debolezza della domanda di esportazioni pesano sui corsi. Tuttavia, il posizionamento degli speculatori è ormai globalmente neutrale sui cereali, il che potrebbe limitare i rischi di ribasso a partire dai livelli attuali. **Siamo neutrali sui cereali.**

Il PMI cinese pesa sui corsi dei metalli



Domanda di oro in rialzo nel 3° trimestre





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.