

Agosto 2013



SCENARIO DI INVESTIMENTO



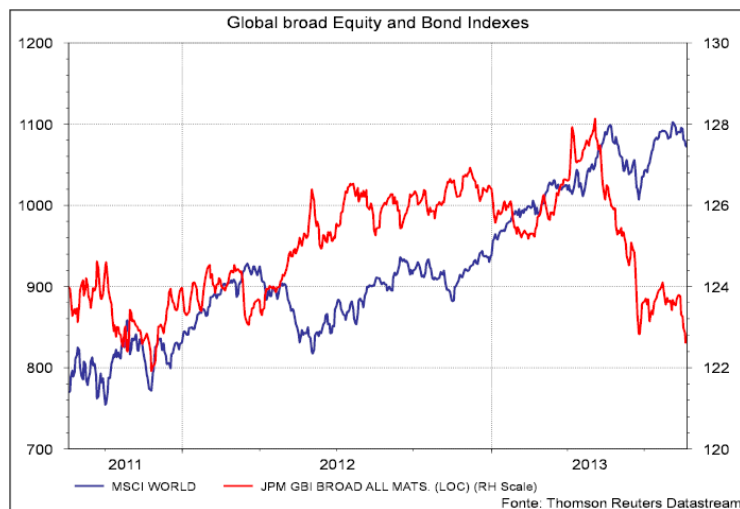
The Chief Strategist Overview

Quadro generale: macro trend

- Gli ultimi dati economici hanno confermato i segnali di stabilizzazione e/o di più diffusa ripresa del ciclo economico globale, concentrati nei paesi sviluppati. La dinamica dei consumi finali privati è meno compromessa e sostenuta da un recupero di capacità di spesa reale (cala l'inflazione) e dal contributo al reddito complessivo dell'apprezzamento della attività finanziarie (effetti reddito), favorite da condizioni di mercato e da politiche monetarie mediamente accomodanti.
- I trend sono poco omogenei, anche se la revisione della base di calcolo del GDP USA da un lato e segnali di rafforzamento di larghe componenti della domanda interna e estera nell'Eurozona dall'altro stanno riproducendo un ciclo che nei paesi sviluppati è ora più in fase. I rischi al ribasso per questo scenario vanno fatti risalire a shock asimmetrici, possibili in larga parte del complesso dei Paesi Emergenti, che tuttavia potrebbero essere attenuati dalla trazione esercitata dai primi.
- Le aspettative di crescita a 6 mesi nel 2H2013 vedono gli Stati Uniti confermare un tasso di crescita del GDP prossimo al 2,4%, così come il Giappone al 3,0%; la Cina è attesa subire un rallentamento di circa l'1,9% rispetto al picco di fine 2012 (da +9,3% a +7,4%); per l'Eurozona il consenso stima un recupero non trascurabile nella seconda parte dell'anno (+1,0%).
- Se tali aspettative si concretizzassero, ciò avrebbe due rilevanti conseguenze:
 - a) L'Eurozona non sarebbe più in recessione (il consenso stima un tasso di variazione del GDP negativo per -0,6% nel 2013. Perché tale valore si realizzi, il 2H2013 deve chiudersi in territorio ampiamente positivo);
 - b) il rallentamento della Cina (peso sul GDP globale 11% circa) sarebbe più che compensato da dinamiche di EMU (20%) e Giappone (10%): la somma di effetti diretti e effetti indotti da *spillover* post shock sarebbe positivo di poco più del 1,0%.

Quadro generale: market trend

I mercati finanziari hanno assunto tendenze e dinamiche di breve in linea con il quadro dei fondamentali, quindi azionario al rialzo (MSCI World +15,2%) e obbligazionario al ribasso (JPM GBI -2,5%). Altre classi di attivi investibili, in particolare le commodity e il complesso dei bond EM, hanno espresso una generale debolezza che costituisce il riflesso di una incertezza ciclica diffusa. L'orientamento definito dei mercati finanziari non può nascondere una loro intrinseca fragilità, che tuttavia si esprime in maniera spesso frammentata (data-flow locale, decisioni di policy non coordinate, volatilità specifica, bolle). Si nota tuttavia una ripresa delle correlazioni, che suggerisce un peso non residuale delle dinamiche dei *benchmark yield* sulle performance dell'*equity* e delle altre classi di attività finanziarie. Di qui il tentativo delle banche centrali di guidare le aspettative con strumenti di comunicazione diretta ed esplicativa (*forward guidance*), tesi ad evitare un peggioramento delle condizioni finanziarie in una fase molto giovane della ripresa economica. L'incremento dei rendimenti dei bond da inizio anno è stato molto sensibile nonostante un quadro di inflazione e disoccupazione ancora debole, e ciò suggerisce una certa inefficacia delle banche centrali.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico globale

Dopo aver sperimentato difficoltà che si protraggono da fine 2007, vi sono diffusi sintomi di stabilizzazione del ciclo economico globale. La dinamica dei consumi finali privati sta gradualmente migliorando, grazie ad inflazione contenuta, agli impulsi di policy, ed all'incremento dei prezzi degli attivi finanziari. Ancora bassi gli investimenti in capitale fisico, manca quindi vigore alla ripresa.

Nel Consensus Economics di agosto cambiamenti significativi in termini di tasso di crescita del GDP nel 2013 hanno riguardato il Regno Unito (da +1,0% a +1,2%), e gli Stati Uniti (da +1,8% a +1,5%), mentre il complesso delle previsioni riguardanti gli altri G7 è rimasto invariato.

La revisione al rialzo, ancorché moderata, del Regno Unito è in linea con le nostre previsioni, mentre per quanto riguarda gli USA, rimaniamo più ottimisti del consenso alla luce soprattutto della tenuta del mercato delle costruzioni e dei mutui immobiliari da un lato, e degli atteggiamenti dei consumatori americani dall'altro. Certo, rispetto ai dati pre-crisi, una crescita attesa del GDP americano inferiore al 2,0% identifica una caduta non recuperata del potenziale espresso fino a tutto il 2007. Evidentemente vi sono nodi strutturali irrisolti, visibili nella stagnazione dei livelli di produttività totale dei fattori.

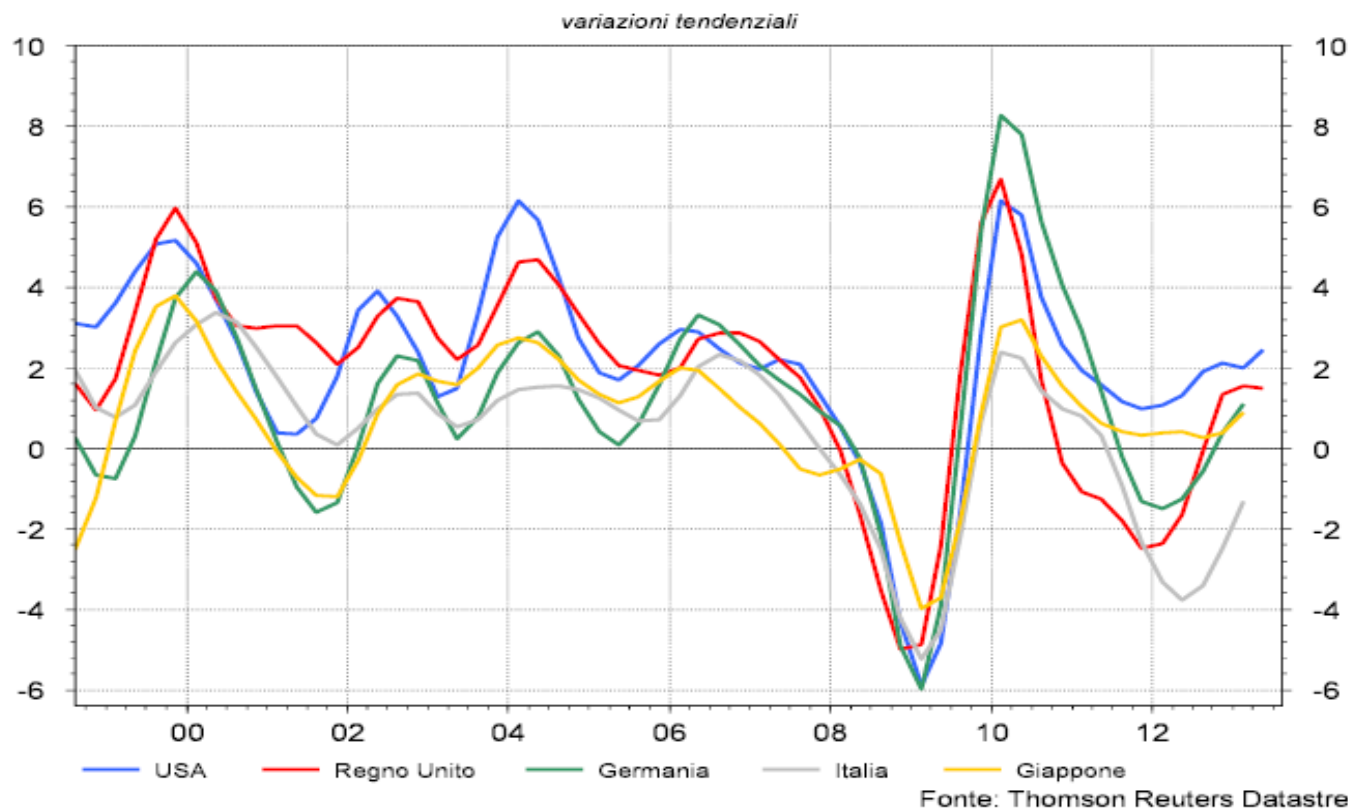
PAESI	2012	2013	2013	2013
	DEFINITIVO	ACQUISITO	CONSENSUS	NS. STIME
USA	2,20%	1,00%	1,50%	1,80%
REGNO UNITO	0,20%	0,80%	1,20%	1,20%
GIAPPONE	1,90%	0,70%	1,90%	1,60%
EUROZONA	-0,50%	-0,60%	-0,60%	-0,20%
GERMANIA	0,70%	0,30%	0,40%	0,60%
ITALIA	-2,40%	-1,70%	-1,80%	-1,70%
FRANCIA	0,00%	0,10%	-0,30%	0,20%

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico globale

....gli indici anticipatori del ciclo in generale, ma soprattutto quelli OCSE, segnalano crescenti sintomi di svolta. Come noto essi non misurano la dimensione dell'attività economica, ma solo la sua tendenza di fondo a 6 mesi. Perché la ripresa si consolidi occorre che le dinamiche «anticipatrici» si traducano in domanda finale di beni e servizi, occupazione e reddito (e relativi moltiplicatori).

LEADING INDICATOR OCSE: PRINCIPALI ECONOMIE

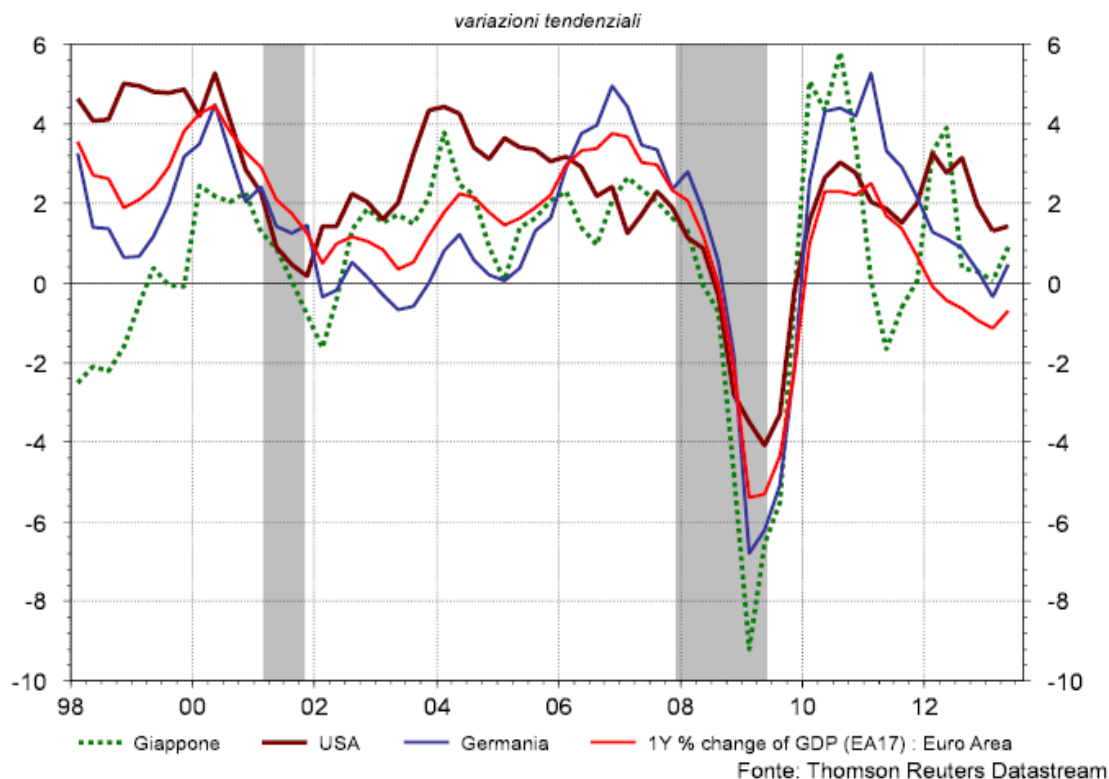


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico globale

In effetti, nei trimestri iniziali del 2013 i tassi di crescita del GDP delle aree economiche DW hanno fatto segnare una inversione, supportati dal policy mix (Giappone e USA) e favoriti da un contesto nel quale le incertezze si stanno gradualmente dissipando (minori tensioni sul debito periferico dell'Eurozona, assenza di eccessi negli EM, sintomi di un quadro meno negativo in Cina) e i bassi livelli di inflazione sostengono i consumi (USA, Svizzera e UK in particolare). Il ciclo, tuttavia, è ancora inferiore al potenziale, ed è reso più volatile da effetti moltiplicativi modesti, perché capacità inutilizzata e perdite permanenti di reddito deprimono la formazione di capitale fisico.

Crescita Prodotto Interno Lordo

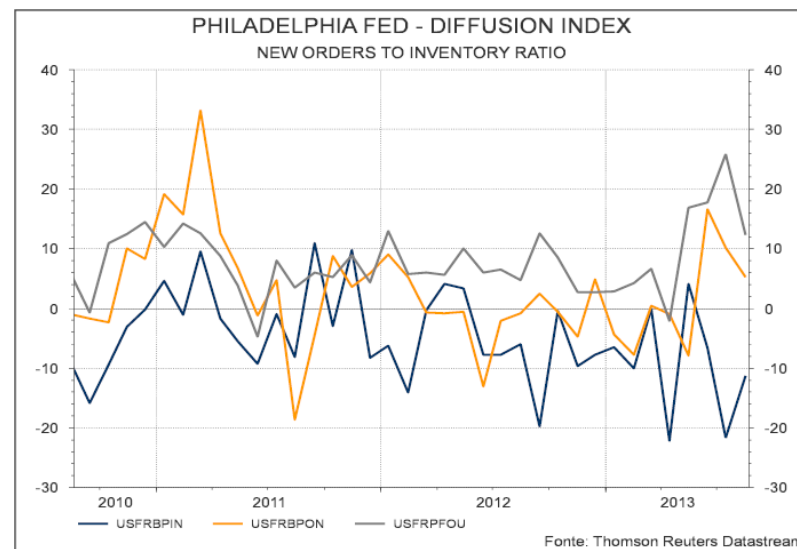
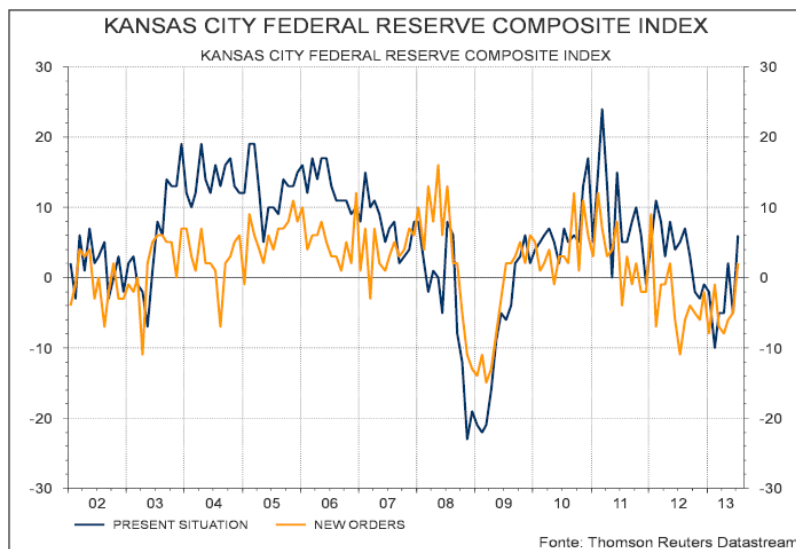


Per quanto riguarda il Giappone, i dati hanno mostrato un incremento dell'attività economica molto accentuato nel 1H13, grazie a significativi incrementi dei consumi privati e dell'export netto. Hanno fino ad oggi deluso gli investimenti del settore privato, ma riteniamo che l'aumento ciclico della domanda di beni intermedi e di input produttivi da parte delle imprese domestiche potrà accompagnare una prossima ripresa di accumulazione di capitale fisico (impianti, macchinari, infrastrutture e logistica).

Scenario macroeconomico: USA

Nella seconda settimana di agosto, l'indagine ISM nel settore non-manifatturiero aveva confermato una significativa debolezza degli ordinativi esteri di servizi, esattamente quanto sta avvenendo nel settore manifatturiero. Ciò conferma quanto avevamo osservato nel precedente rapporto, ovvero che negli USA si è modificato il mix dello sviluppo, a vantaggio della domanda domestica.

Gli indici ampi di attività economica continuano a segnare rialzi, anche se i dati più recenti e relativi al settore manifatturiero sono un po' meno promettenti. In particolare, la produzione industriale, risultata invariata su base mensile in luglio, è in stallo da un semestre, con significativi impatti sulla capacità produttiva utilizzata nel settore (in calo al 75,8%). L'output manifatturiero è in rialzo del 1,3% su base annua, una dinamica debole in rapporto al ciclo. Nel terzo distretto, quello di Filadelfia, l'indice FED indica una modesta flessione dell'attività produttiva in agosto: peggiorano nuovi ordinativi, scorte, consegne e ore lavorate.



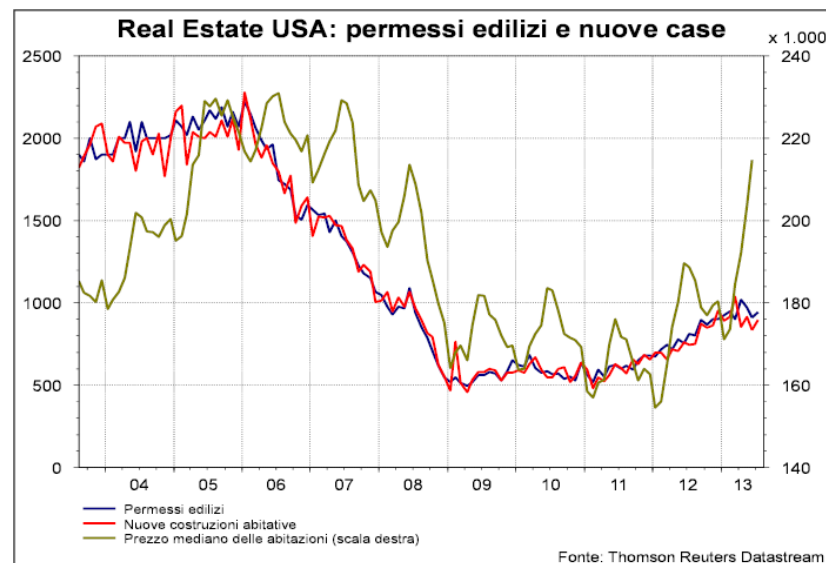
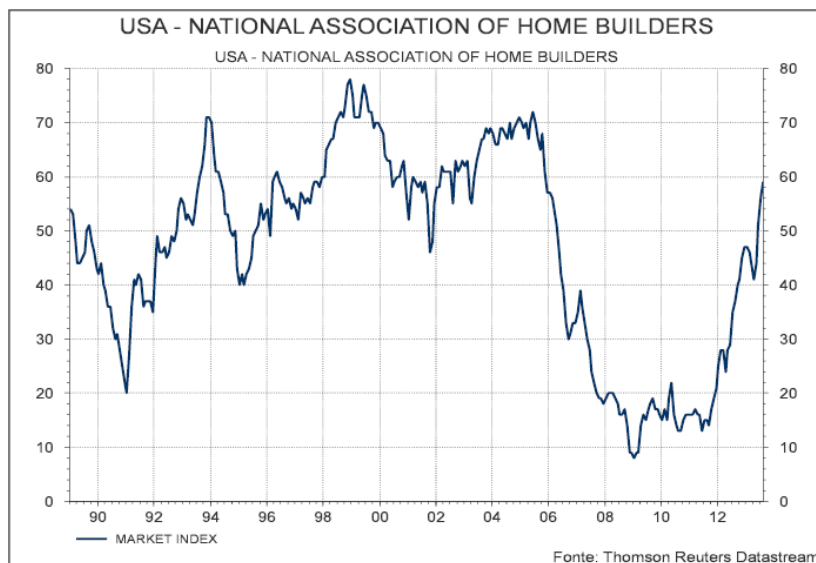
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: USA

C'è molta fiducia nell'accelerazione della crescita del settore residenziale e costruzioni negli USA, visto il peso di questa componente nell'aggregato della domanda domestica americana. Qui i segnali sono mediamente positivi, ma qualche dubbio su possibili perdite di trazione nei prossimi 2-4 trimestri cominciano ad emergere. Alcuni osservatori sostengono che un freno al settore potrebbe venire dagli effetti che il processo di normalizzazione della politica monetaria annunciato dalla FED potrà avere sui mutui immobiliari, ora in discreta ripresa.

A supporto di quanto sopra, l'avvio di nuove costruzioni abitative è salito del 5,9% in luglio, ma depurato delle abitazioni *multifamily*, la variazione è negativa del 2,2%, e conferma un appiattimento del trend; e sotto il trend sono anche i permessi edilizi, saliti del 2,7% in luglio, ma ancora lontani dalla soglia che delimita un mercato *upside* (943mila contro 1,5milioni).

Continua invece a migliorare l'indice sintetico che misura la fiducia delle imprese di costruzione, e ciò suggerisce che il recente irrigidimento nelle nuove costruzioni possa essere un fenomeno temporaneo. A quota 59, l'indice NAHB segnala che la maggior parte dei costruttori ritiene buone le condizioni del mercato.

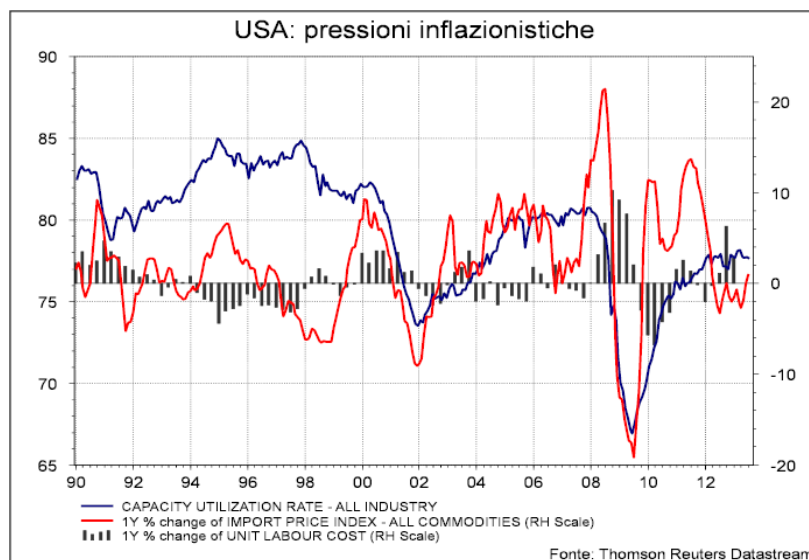


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: USA

L'elevato livello di capacità produttiva inutilizzata e la debolezza del ciclo globale e delle commodity in particolare, stanno mantenendo su una traiettoria bassa gli indici di inflazione, sia ai livelli intermedi che ai livelli finali. Inoltre, a livello aggregato, nel secondo trimestre del 2013 i costi unitari del lavoro sono saliti di un modesto 1,6%, in linea quando non al di sotto di numerose misure della variazione dei prezzi domestici. La combinazione di queste tendenze conferma un quadro di crescita consolidato e ben appoggiato su alcune variabili, ma ancora insoddisfacente. Esso conferma inoltre che la FED potrà in effetti continuare a mantenere i tassi di *policy* bassi per lungo periodo di tempo, disaccoppiando parte delle politiche non convenzionali dall'azione tipica di supporto al ciclo.

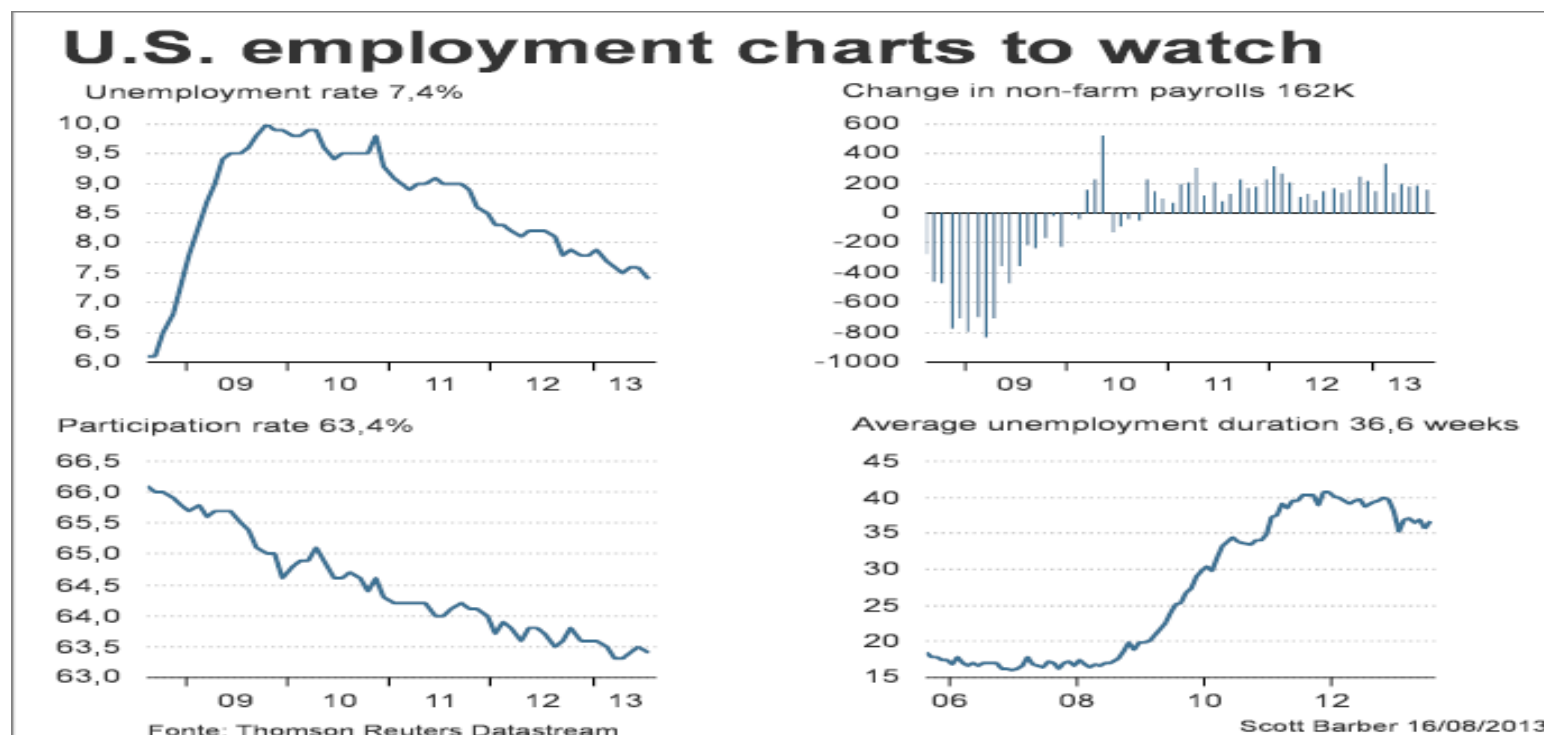
Preoccupa in questo quadro il basso livello della produttività: essa è cresciuta dello 0,9% nel 2Q13, facendo seguito a due trimestri in cui il tasso di variazione era stato negativo e pari al -1,7%. Un livello di produttività inferiore ai costi unitari del lavoro indica una bassa efficienza del mercato, e soprattutto potenziali pressioni sui margini delle imprese nel futuro prevedibile. Una tale tendenza sarebbe sostenibile solo in presenza di ricavi crescenti e visibili nel tempo, in assenza dei quali è facile prevedere una flessione dell'occupazione.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: USA

Le condizioni del mercato del lavoro americano continuano a fornire indicazioni contrastanti: a fronte di un tasso di disoccupazione che continua a scendere dal picco del 2009, e che si avvicina al livello indicato dalla FED come discriminante per l'avvio di un processo di normalizzazione della politica convenzionale, scende anche il tasso di partecipazione, e riguarda in particolare i «low skill worker». Il tempo necessario per ritrovare un'occupazione è tuttora più che doppio di quello che occorreva prima della crisi. I sussidi di disoccupazione hanno ricominciato a scendere, toccando il livello minimo il 10 agosto scorso (320.000 sussidi). La media mensile è scesa a 332.000 sussidi, per il quinto calo consecutivo, toccando un minimo in questo ciclo. Ma il numero totale di lavoratori che ottengono un sussidio è stabile a 2.970.000. Nonostante la ripresa, l'economia USA ha ancora 2 milioni di posti di lavoro in meno dell'inizio della crisi.



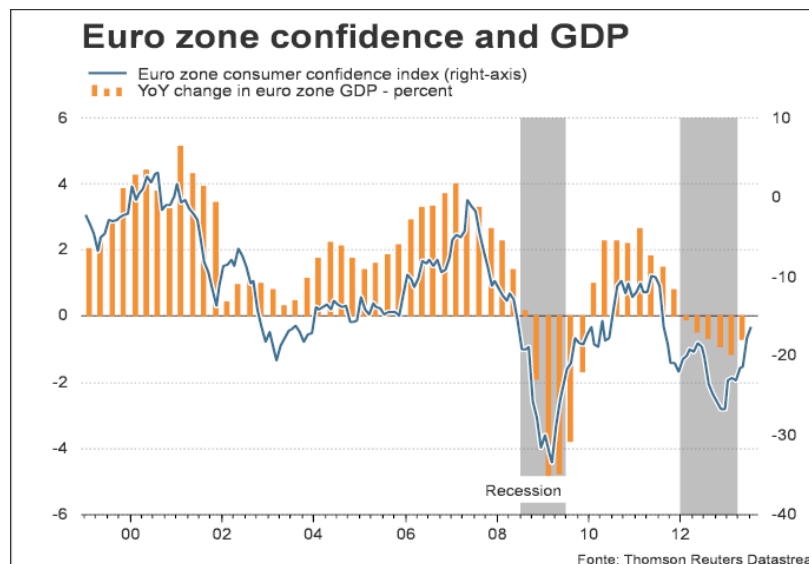
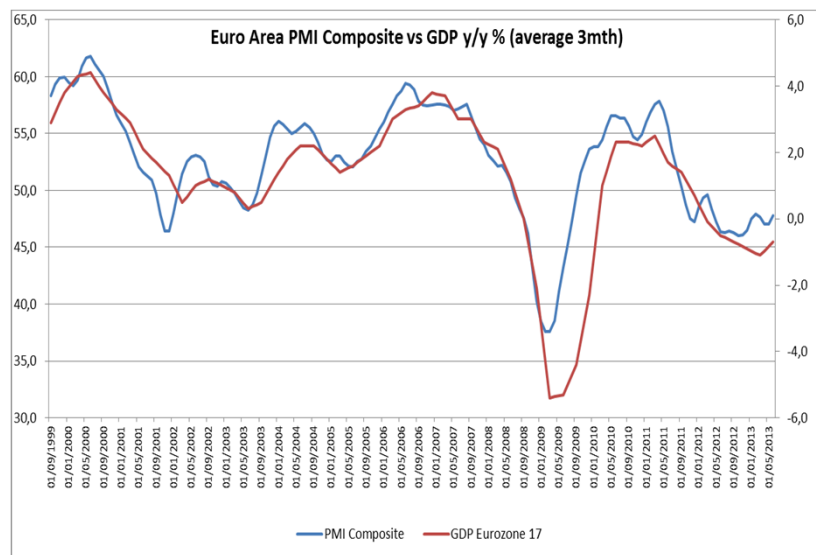
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: Eurozona

I dati usciti nelle settimane centrali di agosto hanno confermato che una modesta ripresa è in corso nell'Eurozona. La variazione congiunturale trimestrale del GDP nel 2Q13 è stata del +0,3% (il primo dato positivo dopo sei trimestri negativi), per una variazione annualizzata del +1,1%. La ripresa è sostenuta da evidenti miglioramenti delle condizioni finanziarie (ancorché la dinamica dei prestiti al settore privato sia piuttosto depressa), una sensibile attenuazione del rigore fiscale ed una diffusa crescita dell'export netto.

L'incremento dell'attività economica è sufficientemente ampio e bilanciato: ad una crescita moderata del GDP in Francia (+0,5% t/t) e Germania (+0,7% t/t) ha fatto riscontro una sostanziale attenuazione della recessione nei periferici e in Italia. Il Portogallo ha registrato un promettente +1,1% t/t.

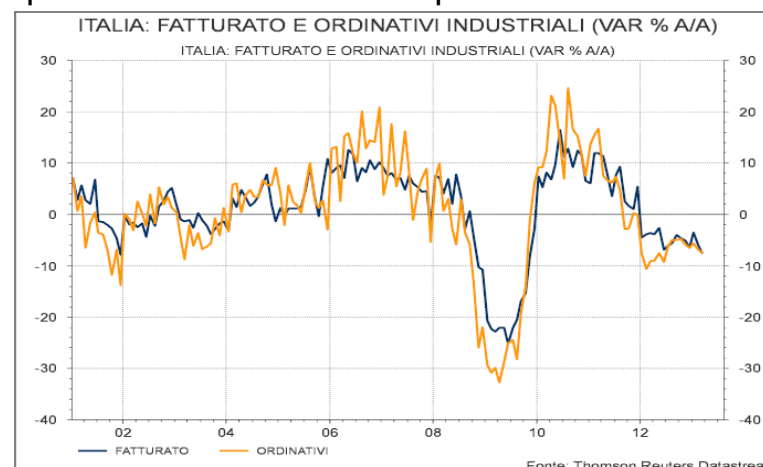
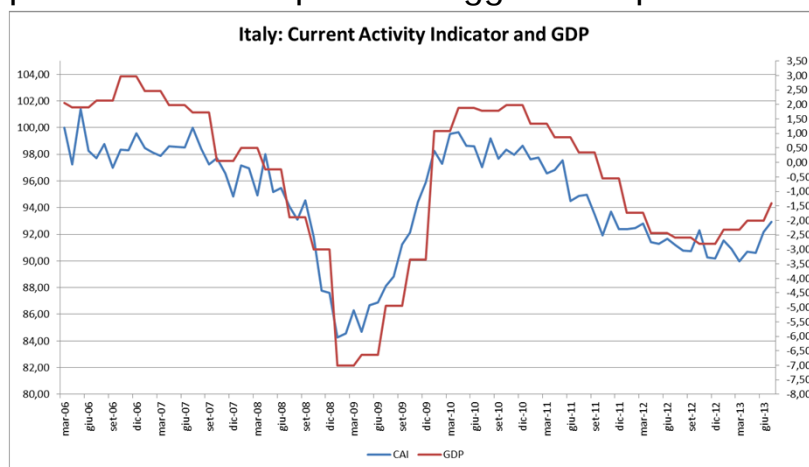
Occorre valutare con cautela questi primi segnali di svolta, peraltro anticipati dagli indici PMI e dagli indici di fiducia dei consumatori: fattori temporanei hanno sostenuto la crescita del GDP nel 2Q13, come un rimbalzo produttivo nel settore auto ed un effetto statistico nei comparti legati alle variazioni meteorologiche (il primo quarto aveva sperimentato condizioni meteo e temperature avverse). Un'attenuazione ci sta, ma il flesso è destinato a tenere.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scenario macroeconomico: Italia

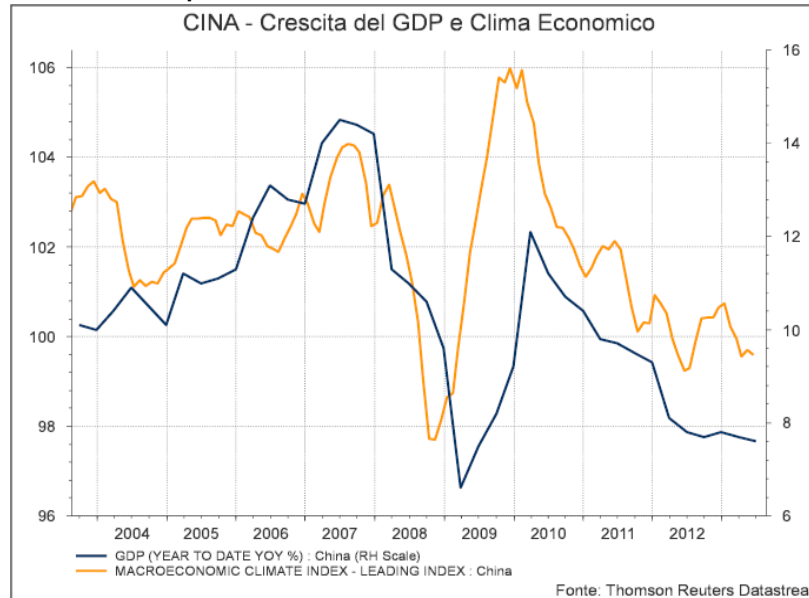
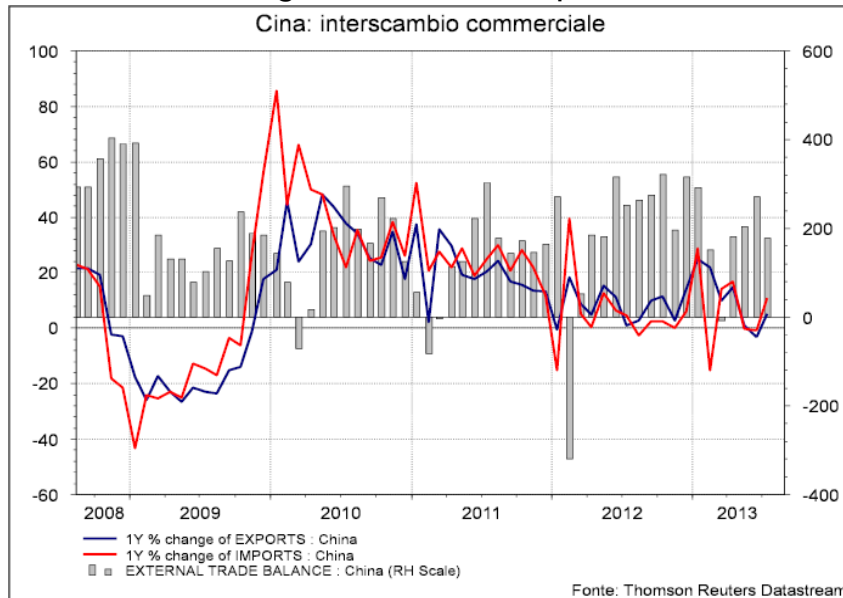
Anche per l'Italia, gli indicatori di attività corrente sembrano indicare una evidente fase di assestamento, su cui potrà essere possibile appoggiare una futura ripresa. Il nostro indice anticipatore del ciclo, costruito come una media ponderata di indici congiunturali più veloci in grado di catturare oltre l'86% del tasso di variazione tendenziale del GDP, dopo aver fatto segnare un flesso inferiore corrispondente al minimo della fase *downside*, sta accelerando al rialzo, a partire da livelli di domanda, produzione, occupazione, salari e interscambio molto bassi. L'Italia fa fatica a stare dietro ai partner commerciali e alla *core Europe*, soprattutto a causa dei ritardi nel settore manifatturiero: un contesto operativo non favorevole e soprattutto la perdita di capacità produttiva installata, riducendo gli input produttivi, genera minore volume prodotto, minore fatturato e quindi è in grado di soddisfare un più contenuto portafoglio di ordinativi. I maggiori costi degli input di capitale ed un mercato del credito rigido non consentono ai produttori di diversificare le fonti degli approvvigionamenti di semilavorati e prodotti finiti, finendo per limitare ulteriormente le dinamiche e le aspettative produttive. E' questo il nodo strutturale da risolvere, prima ancora della fiscalità, per consentire al paese di agganciare pienamente la ripresa e accumulare occupazione.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Focus Cina: segnali contrastanti

Per quanto riguarda la Cina, la percezione di ulteriore attenuazione del ciclo nei prossimi trimestri (il consenso stima un tasso di crescita del GDP che nel primo semestre 2014 può toccare il 7,0%) ci pare indotta da una scelta di policy, tesa a non compromettere la stabilità delle variabili domestiche con un eccesso di credito e/o con fenomeni esplosivi sulle attività reali e finanziarie. Inoltre, le autorità di governo si stanno impegnando a modificare i *driver* della crescita, riducendo gli investimenti pubblici e incrementando i consumi privati. L'apprezzamento del tasso di cambio che dura da oltre tre anni, ha inoltre indotto una flessione del contributo dell'export netto alla crescita, benché gli ultimi dati segnalino una evidente attenuazione del fenomeno. Il riequilibrio del mix di politica economica ha trovato un riflesso nel peggioramento del *sentiment* economico, che a sua volta si riflette nella produzione manifatturiera, ma anche qui ci sono i primi segnali di svolta, e un miglioramento del quadro di crescita globale non potrà che rafforzarli.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Le Politiche Monetarie

In un contesto di eccezionale accomodamento monetario come l'attuale, è alquanto difficile ipotizzare un nuovo allentamento da parte delle principali Banche Centrali. In realtà, in questa fase gli effetti principali dell'espansione monetaria sono già stati metabolizzati dagli agenti economici, e pertanto l'attuale situazione di tassi prossimi allo zero e di abbondante liquidità presente nel sistema è parzialmente inefficace. I motivi alla base di tali considerazioni sono i seguenti:

- ***Horse to water***: puoi portare il cavallo alla pozza ma non puoi costringerlo a bere. Ovvero: la Politica Monetaria può aumentare l'offerta di moneta o di credito, ma non può creare la domanda, pertanto se le imprese non intendono investire, il *credit easing* diventa inefficace;

- ***Mislocation***: il persistere delle eccezionali condizioni di *funding* per il sistema bancario, indotte dal comportamento della Banca Centrale e dal signoraggio surrettizio da essa praticato, può provocare ampie distorsioni nel sistema, col rischio in futuro di creare nuovi problemi (bolle speculative, spirali inflazionistiche), senza fornire un reale stimolo all'economia;

- ***Moral Hazard***: in un sistema economico efficiente, sono gli agenti privati a ottimizzare l'allocazione delle risorse, e la Banca Centrale non deve sostituirsi ad essi (effetto spiazzamento sul debito privato legato agli acquisti di Titoli di Stato); se l'azione da essa condotta genera una distorsione degli incentivi, la funzione allocativa può risultare meno efficiente in condizioni di appetito per il rischio squilibrate, inducendo nel tempo aspettative di nuove crisi (cd. Minsky Moment);

- ***Opportunity cost***: le Politiche Monetarie di matrice quantitativa hanno un costo-opportunità legato alle *asset class* di investimento, a fronte dell'incremento delle riserve bancarie indotto dall'aumento dell'offerta di liquidità di fonte ufficiale e dalla riduzione degli scarti di garanzia. Il rischio è che si inceppi il mercato del credito, e che la liquidità alimenti solo scambi interbancari.

Politiche Monetarie

La transizione verso una Politica Monetaria "normale", un evento auspicabile nel prossimo futuro per molte Banche Centrali, in primis per la FED, comporta una serie di accorgimenti volti a ridurre, per quanto possibile, il rischio di stress nell'operatività tra gli intermediari o per gli stessi mercati finanziari, al fine di mantenere condizioni finanziarie non avverse in una fase primigenia del ciclo.

Alcune banche centrali si stanno muovendo su logiche legate ai mercati locali (si pensi alla Reserve Bank of Australia, che ha avviato un ciclo di riduzione dei tassi per fronteggiare i rischi di deflazione connessi all'enorme calo dei prezzi delle commodity; in Europa alla Norges Bank, che fino a poche settimane fa ha minacciato un rialzo per contrastare il surriscaldamento atteso di alcuni mercati delle attività domestiche), ma si tratta di dinamiche al momento poco significative quando si va ad analizzare l'operato di FED, BCE, BoE e BoJ. Le quattro Istituzioni in esame si trovano davanti un quadro economico non omogeneo, e per tutte il tasso di interesse è diventato poco rilevante.

FED - la priorità è evitare una deriva inflazionistica, riducendo gradualmente lo stimolo quantitativo ma mantenendo un atteggiamento «*low for long*» perché i segnali indicano che l'inflazione non c'è;

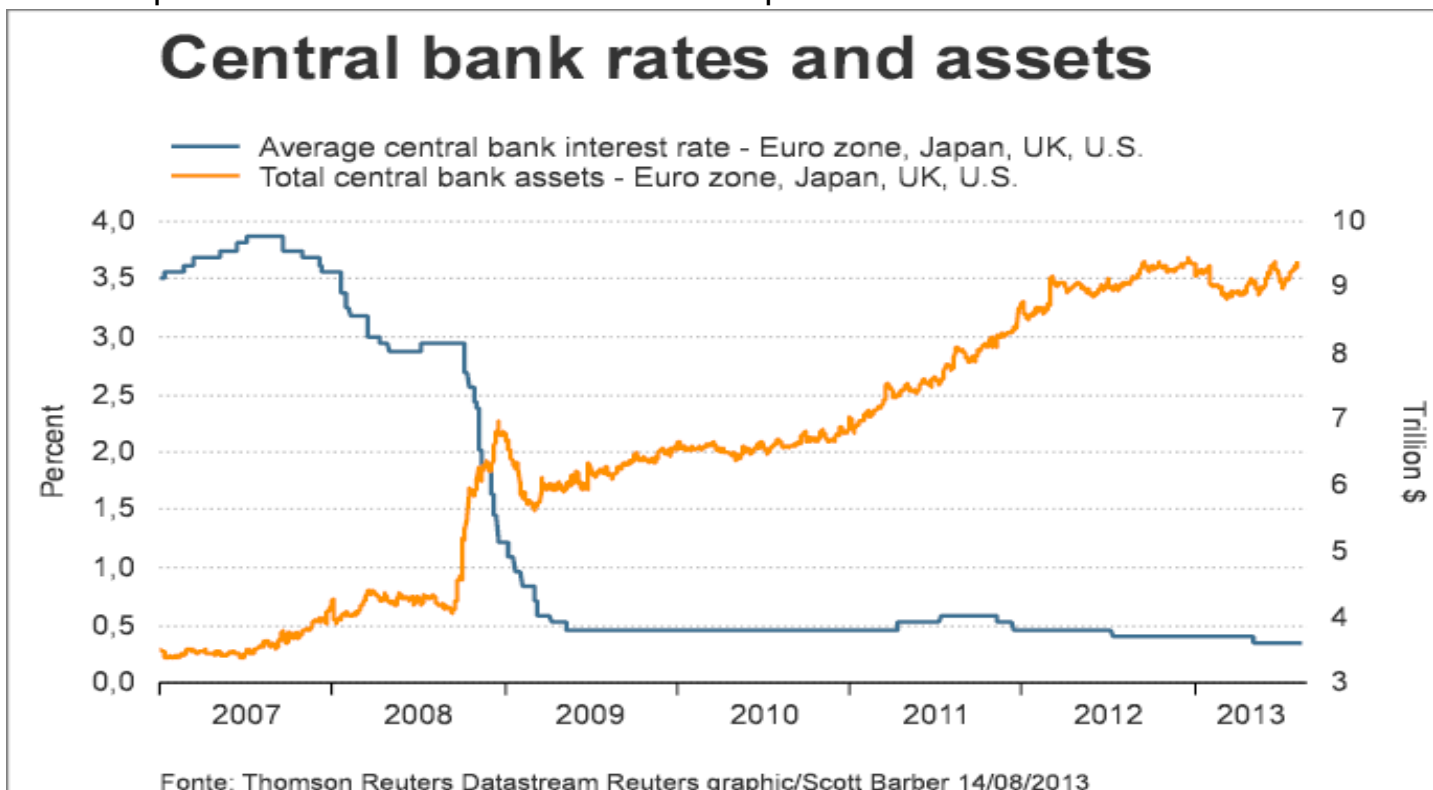
BoJ - la deflazione è da anni realtà, ed è la prima priorità; strumentale a questo scopo indurre stimoli monetari in eccesso e svalutare il cambio. Si spera che gli acquisti di JGB sul primario, riducendo i livelli dell'intera struttura a termine, rendano appetibile indebitamento e consumo;

BoE - il rischio è opposto: l'inflazione è rimasta persistentemente oltre il target negli ultimi trimestri, ma la ripresa dell'occupazione tarda a venire; occorre coniugare stimoli quantitativi alla crescita economica con strategie di comunicazione che giustificano tassi bassi con rischi di inflazione;

BCE - meno incline a seguire le dinamiche della crescita, in questo momento deve coniugare tre esigenze contrapposte: fornire liquidità alle banche in difficoltà, indurre un miglioramento del meccanismo di trasmissione favorendo il credito all'economia, e drenare la liquidità in eccesso. Inoltre, deve coniugare l'azione con un possibile fattore di disturbo: la dinamica degli spread EMU.

Le Politiche Monetarie

Il grafico sottostante è indicativo di quanto sostenuto nelle precedenti pagine: a fronte di tassi di interesse prossimi allo zero, e quindi in condizioni operative poco efficaci (*zero lower bound condition*), l'offerta di riserve bancarie è ai massimi storici. La combinazione dei due fenomeni dichiara una sostanziale impotenza della politica monetaria a indurre i corretti incentivi al sistema, dal momento che l'offerta di credito all'economia non è coerente con gli stimoli monetari. Il rischio è che, nel tempo, l'attivo dei bilanci bancari continui a caricarsi di strumenti rischiosi (*re-leverage*), e che tale rischio possa annidarsi in attività finanziarie precedentemente ritenute *free risk*.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Focus policy tools: forward guidance

Nelle ultime settimane si è acceso un dibattito su un nuovo *policy tool*, a cui stanno facendo ricorso tre della quattro banche centrali più importanti: le cosiddette *forward guidance*, ovvero il tentativo - esperito attraverso strumenti di comunicazione al mercato di fonte ufficiale - di guidare le aspettative degli operatori di mercato monetario riguardo alla future dinamiche della politica monetaria, al di là dell'orizzonte di previsione (breve) connesso alla durata delle operazioni condotte dalla banca centrale.

Dopo la FED, che da mesi utilizza questa sorta di *moral suasion* in ordine alla necessità di evitare reazioni indesiderate dei mercati all'annunciata riduzione degli acquisti di Treasury sul mercato, sono state la BCE e la BoE ad adottare analoghe strategie di comunicazione, con finalità di *policy* ma non necessariamente analoghe a quelle perseguite dalla banca centrale americana.

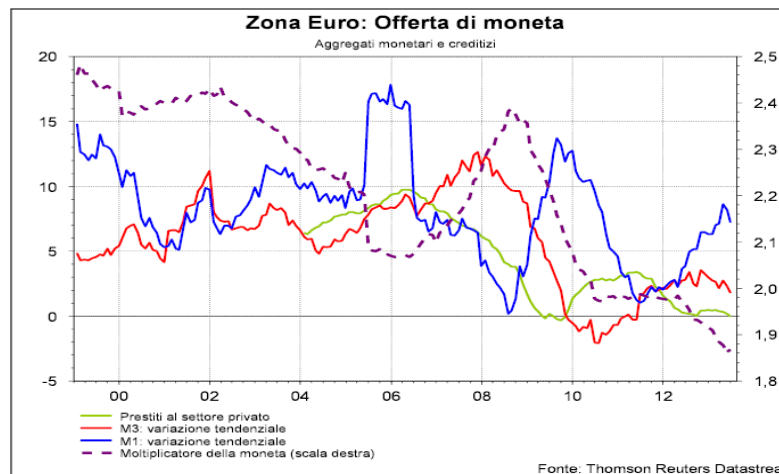
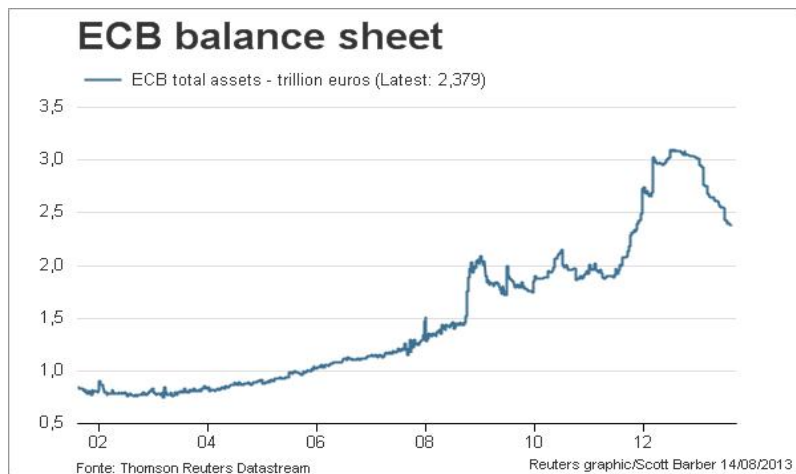
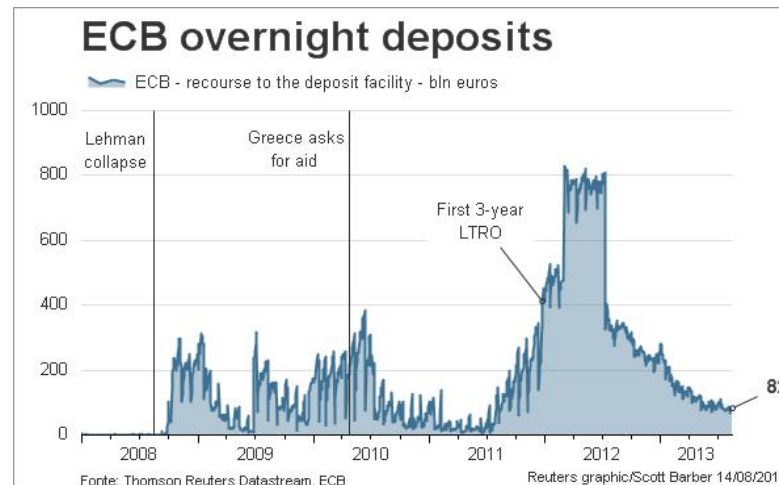
Il dibattito verte sull'efficacia di questi strumenti: la modalità di comunicazione adottata dalla FED è chiara e trasparente, gli stimoli quantitativi verranno gradualmente ridotti in base al miglioramento conclamato delle condizioni economiche, mentre i tassi di interesse rimarranno ai livelli attuali (prossimi a zero) fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà sotto il 7,0%. Tradurre il messaggio della FED è abbastanza semplice per gli osservatori, dal momento che in generale la banca centrale USA ha mostrato poco interesse alle dinamiche dell'inflazione a breve, ed una reazione isterica ad un eccessivo rialzo congiunturale sarebbe quindi improbabile.

Più difficile per la BoE giustificare le stesse *guidance*, che in apparenza fanno il paio con quelle della FED: il MPC ha annunciato il 6 agosto che non intende alzare i tassi di *policy* (oggi allo 0,50%) fino a quando il tasso di disoccupazione non sarà sceso sotto il 7,0%, condizionando tuttavia tale decisione alla presenza di aspettative di inflazione a medio termine ancorate al 2,5%. Questa promessa quindi non dà alcuna garanzia al mercato sulle future tendenze di politica monetaria, ma rende al più esplicita la funzione di reazione del MPC, senza mutare né l'obiettivo né la funzione di comportamento e quindi senza fornire nessuna variazione nell'outlook di politica monetaria. Rischia di alimentare l'incertezza e quindi l'instabilità della curva UK, perché la BoE dovrà giustificare una mancata azione al rialzo in presenza di un miglioramento atteso del quadro macro e quindi delle aspettative di inflazione.

L'analogia strategia di comunicazione adottata dalla BCE non intende infine segnalare la natura di un cambiamento della propria funzione di reazione, ma piuttosto costituisce uno strumento di conferma della natura del proprio e attuale modello di comportamento: esso è basato sul livello di utilizzo delle risorse e sull'inflazione, non sulla crescita. Il segnale che ne riviene è «*low for long*» visto che l'Eurozona sta appena uscendo dalla recessione.

I mercati monetari

Giova segnalare a tal proposito come l'utilizzo degli strumenti quantitativi da parte della BCE sia in effetti molto più cauto della altre banche centrali, visto che tutti gli strumenti offerti e la liquidità in eccesso si sta rapidamente riducendo. Che l'offerta di credito al settore privato sia ritenuta insoddisfacente dalla BCE è documentato dal fatto che il moltiplicatore continua a calare.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Fixed Income Markets

Sul Fixed Income si sono osservati recenti sell-off, anche intensi, prima in maggio e poi da inizio agosto, quest'ultimo su volumi estremamente sottili. In entrambi i casi essi sono stati principalmente l'effetto di annunciate (in maggio) o immaginate (sulla base di dati solidi su mercato immobiliare, mercato del lavoro e vendite al dettaglio) manovre di normalizzazione della curva benchmark USA, mediante una graduale riduzione del programma di acquisti di Treasury da parte della FED.

Gli esiti di queste correnti di vendita sono peraltro visibili nell'ultimo rapporto del Dipartimento del Tesoro americano sui flussi netti di acquisto di Treasury da parte di operatori non residenti, pubblicato a metà agosto e relativo a giugno 2013. Fra aprile e giugno il portafoglio detenuto dall'estero è diminuito di 108Mld di USD, un dato eccezionalmente debole, che aggiunge preoccupazioni in termini di prospettive di finanziamento del deficit delle partite correnti americano.

Il mercato sta scontando nei prezzi dei benchmark un progressivo miglioramento dell'ambiente economico che, partendo da un utilizzo dei fattori molto basso, sarà caratterizzato da un'inflazione contenuta. L'atteso intervento della FED avrà effetti negativi sui valori dei Treasury, soprattutto sulle scadenze direttamente impattate dall'azione di drenaggio (1Y-5Y), con la struttura a termine inferiore all'anno che comincia a incorporare un effetto riflesso sui tassi a breve termine (non giustificato dalla FED). A nostro parere, tuttavia, il rialzo dei tassi nominali benchmark non implicherà un incremento dei premi al rischio, piuttosto un rialzo dei tassi di interesse reali in coerenza con le rafforzate aspettative di crescita.

Riteniamo che le correlazioni storiche, destinate a ripresentarsi con cicli economici che stanno ritrovando una fase più omogenea nei DM (in assenza di nuove crisi), condurranno ad una risalita del complesso dei rendimenti dei benchmark di elevata qualità (Germania, Core Europe, UK in particolare); tale dinamica potrebbe subire una ulteriore spinta dalla rotazione dei portafogli istituzionali verso l'equity e, in misura minore, alcune commodity, attività sensibili alla crescita economica (effetti sostituzione).

In generale quindi, il quadro macro che si va concretizzando è avverso al Fixed Income sovrano di elevata qualità, come peraltro è facile dedurre osservando la volatilità media di emissioni di questa natura, inversamente proporzionale alla qualità del credito sottostante.

Riteniamo possibile che il Giappone, nel futuro prevedibile, possa costituire un'eccezione a questo scenario, per via di una combinazione ultra-espansiva del mix di politica economica e monetaria in essere, che ancora sia la curva che le aspettative a medio termine all'azione diretta di acquisto di JGB sul mercato da parte della banca centrale. Dal momento che l'intervento diretto della Bank of Japan ancora si la curva, ma riduce la convenienza relativa degli investitori locali a detenere JGB, riteniamo anche che il potenziale *upside* sia limitato, e pertanto non sovrappesiamo questa componente nel portafoglio modello.

Fixed Income Markets.....segue

Ci sono spazi di ottimismo per dinamiche selettive? Intanto va sottolineato che le recenti indagini presso gli istituzionali mostrano da un lato la prevalenza di scelte di accorciamento della duration, dall'altro una minore rotazione verso l'equity in Europa e quindi sostituzioni di portafoglio all'interno della classe di attivi Fixed Income (diversamente da quanto sta avvenendo in USA).

I tentativi di FED, BoE e BCE di indirizzare il mercato con una politica di comunicazione «*dovish*» si sono dimostrati ad oggi poco efficaci, alla luce di un quadro macro in generale rafforzamento: ciò dimostra a nostro parere che le forze in gioco sono di natura strutturale e poco connesse alle scelte di politica monetaria, dal momento che se fosse quest'ultima a guidare le aspettative, comunicare al mercato che i tassi a breve saliranno dal 2015/2016 inoltrato dovrebbe di per sé contenere le pressioni al rialzo nella parte lunga della curva (le variabili economiche rilevanti per l'impatto sui premi al rischio sarebbero infatti troppo distanti rispetto all'orizzonte di previsione – e quindi di investimento - dei gestori).

Condividiamo quindi con il consenso un outlook per la duration molto negativo, anche nel complesso del Fixed Income in Euro e Sterlina (la ripresa in atto sprigiona forze rialziste sui tassi a M/L termine e si alimenta delle correlazioni con la curva USA).

Dobbiamo anche osservare che le correlazioni fra i rendimenti assoluti delle emissioni governative e dei mercati azionari sono tornate positive e si vanno rinforzando, e ciò diminuisce i benefici di una parziale diversificazione, implicando più elevati yield sui governativi nel futuro prevedibile.

D'altra parte, gli EM Local Sovereign Bonds risentono grandemente delle incertezze macroeconomiche e di policy che caratterizzano il complesso dei Paesi Emergenti e/o dei BRICS, largamente motivato dai rischi di inversione dei Flussi di Fondi e da assenza di supporto delle politiche monetarie.

Da ultimo, premi al rischio specifici interessano altri segmenti del Fixed Income Sovrano: in Spagna, ad esempio, l'attenuazione delle turbolenze e dei rischi connessi alla crisi dei periferici nell'Eurozona, unitamente ad una timida ripresa e ritrovati spazi di manovra sul bilancio pubblico (per via dei tempi più lunghi concessi dalle autorità della UE per l'aggiustamento), rende possibile una ulteriore compressione dello spread con il Bund, ma gli spazi di intervento in accumulo di posizioni sono limitati quando corretti per il rischio, in presenza di un rendimento del Bund atteso salire nei prossimi mesi.

Norvegia e Australia, per motivi diversi (solida crescita nel primo caso, con tensioni inflazionistiche e premi ai rischi bassi; politica monetaria accomodante nella seconda, con rischi per la crescita sovrastimati e inflazione pari al target della RBA) sono mercati obbligazionari solidi e appetiti; ma, ancora, occorre gestire un rischio di cambio non influente, che quanto meno – a parità di rendimento atteso – aggiunge nel breve termine un rigonfiamento di volatilità al portafoglio.

Fixed Income Markets

Curve dei rendimenti: pendenza

differenza di rendimento tra titolo decennale e biennale



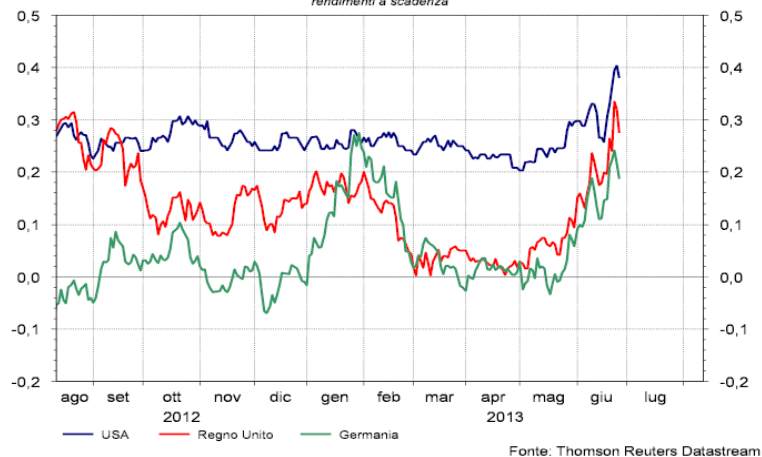
Principali mercati emergenti

rendimento indici EMBI+



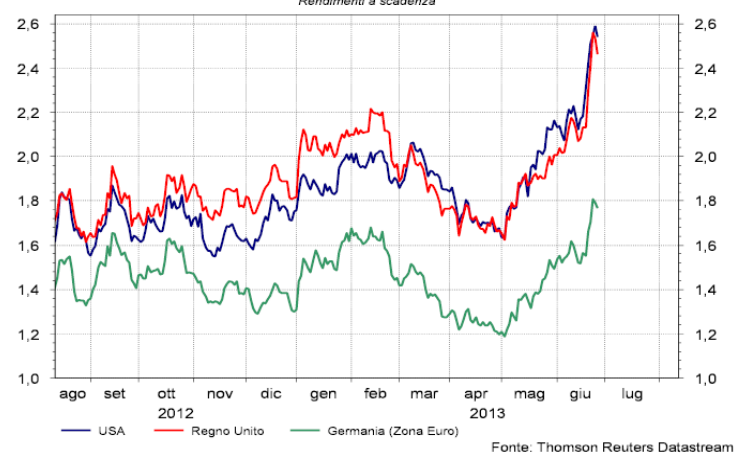
Titoli biennali principali

rendimenti a scadenza



Titoli decennali benchmark

Rendimenti a scadenza



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

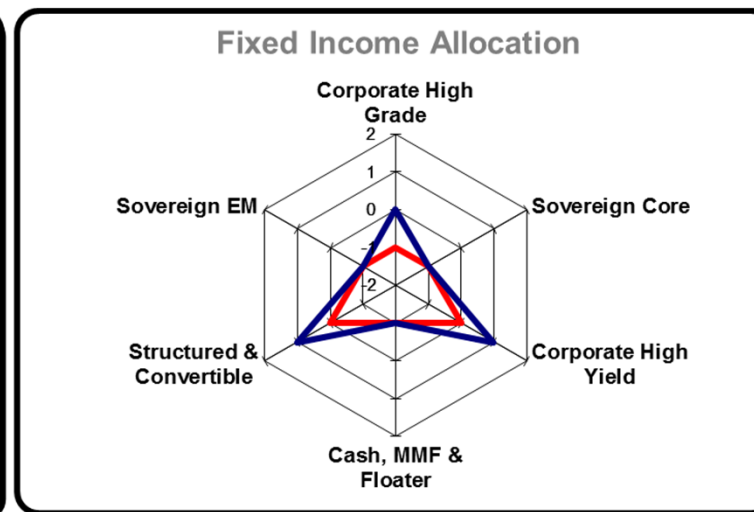
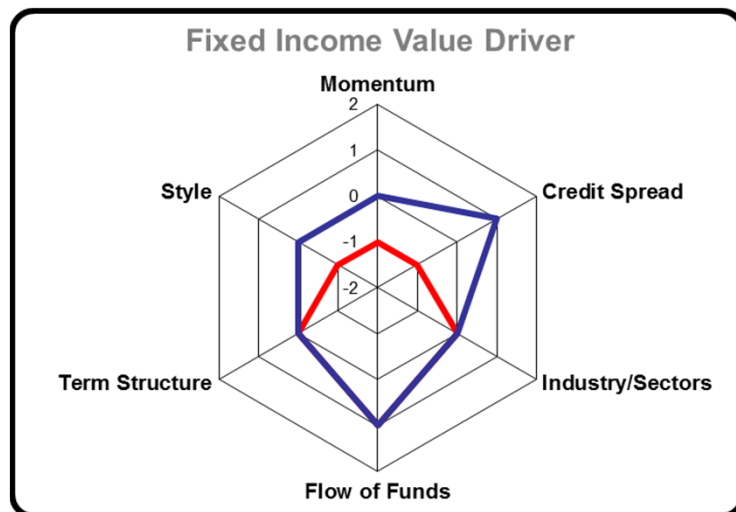
Fixed Income Markets: strategia

Le indicazioni di allocazione emerse nel precedente rapporto risultano rafforzate. Il miglioramento del quadro macro e l'evaporare della crisi del debito nell'Eurozona ha ridotto i premi al rischio, e induce una sostituzione di portafoglio che nel complesso del F.I. lascia solo spazi selettivi. Quindi UW il comparto Sovereign Core, dove c'è spazio residuo per cogliere limitate opportunità negli spread cross-market (in particolare Spain 10Y). Fra i non-core, OW Australia nella parte intermedia della curva (3-5Y), visto il supporto della politica monetaria ed il limitato rischio cambio a medio termine. Siamo fuori da tutto il complesso dei Sovrani EM.

Le nostre scommesse forti sono sul comparto Credit, dove privilegiamo le convertibili, sulle quali ci attendiamo anche una ripresa delle emissioni in Europa. In generale i Corporate Bonds hanno un *carry* migliore (gli spread sono in media elevati in rapporto al ciclo) ed una minore vulnerabilità allo scenario macro, ancorché siano sensibili ad un aumento dei tassi dei Treasury, più nel comparto degli IG issuer che in quello degli HY issuer (in generale caratterizzato da una più ridotta duration).

Sui Corporate occorre dunque essere selettivi, meglio Europa di USA sugli IG (storicamente, in un ciclo normale, gli spread Europa sono stati inferiori a quelli USA), ma meglio USA nel comparto HY (più diversificato). C'è *bias* positivo fra i gestori sui finanziari, ma noi preferiamo emittenti con minore debt/asset ratio, in generale ciclici (manifattura, logistica, infrastrutture).

Limitato il momentum nel F.I. (elevati rischi di posizione), sono i credit spread e i flussi netti degli istituzionali i driver del mercato: è questo uno dei motivi per cui Europa è preferita a USA (buone opportunità fra UK issuer di elevata qualità).



-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Credit Markets

I mercati del credito stanno attraversando una fase di stanchezza ciclica, dovuta al fatto che gran parte del data-flow caratteristico è già incorporato nei prezzi e negli spread. Più interessante, quindi, la dinamica del mercato primario, ma anche qui i volumi sono in linea con quelli dell'anno passato; è se mai da rimarcare l'incremento delle emissioni degli emittenti di grado speculativo, insieme alla ripresa dei finanziari, favoriti da un quadro dei conti leggermente meno compromesso.

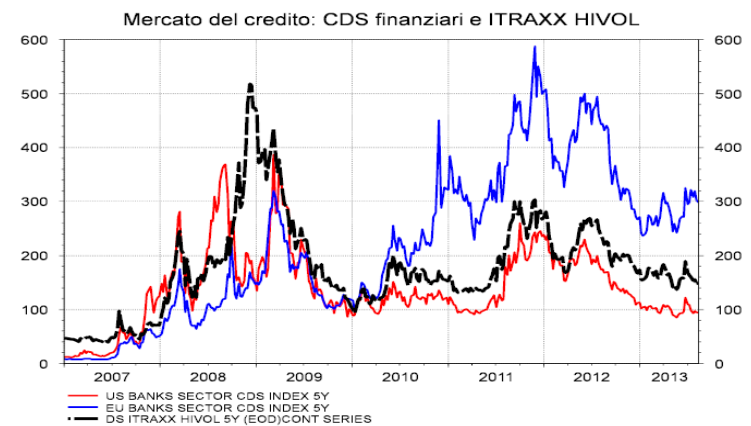
Si può osservare che entro settembre i piani di funding degli HY issuer saranno di fatto esauriti, e ciò induce a ritenere che parte della domanda degli investitori finali si volgerà sul secondario, inducendo possibili compressioni dei credit spread.

Per altra via è improbabile che ciò avvenga, dal momento, come detto, che il data-flow è già incorporato: CDS ai minimi ciclici, spread compressi verso il basso, limitata volatilità, default risk anch'esso schiacciato sui minimi di periodo.

Ci sono spazi ancora più limitati per gli IG, che approssimano più velocemente le dinamiche cicliche.

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2013 YTD	Nr	2012 YTD	Nr	2012 Final
Industrial	155	205.516	172	190.857	286	344.444
Financial	152	164.254	147	137.738	226	203.973
Utilities	61	24.505	57	25.898	95	41.232
Yankee Bonds	163	230.845	192	235.462	314	370.539
Sovereign	35	46.350	37	55.390	61	81.493
Emerging Markets	40	17.720	36	14.300	71	30.785
High Yield	405	203.383	349	189.654	627	334.205
Agencies	98	137.882	72	167.768	122	232.980
Total	1109	1.030.455	1062	1.017.067	1802	1.639.651

Fonte: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending Aug 16/13



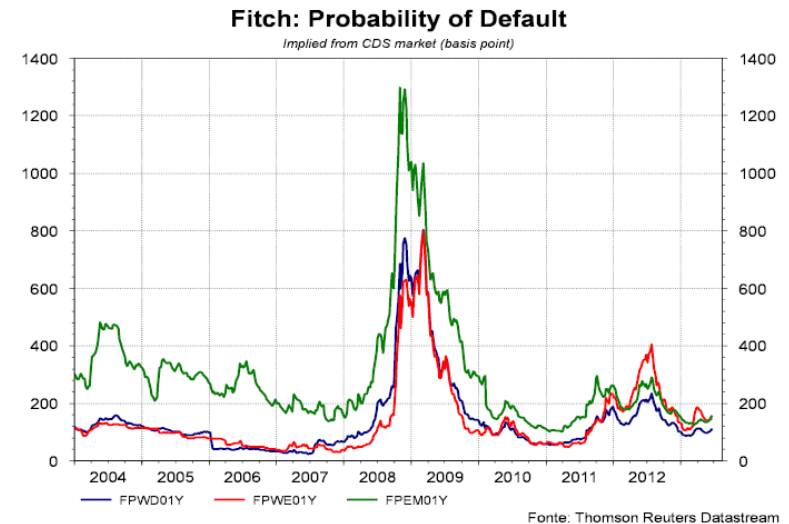
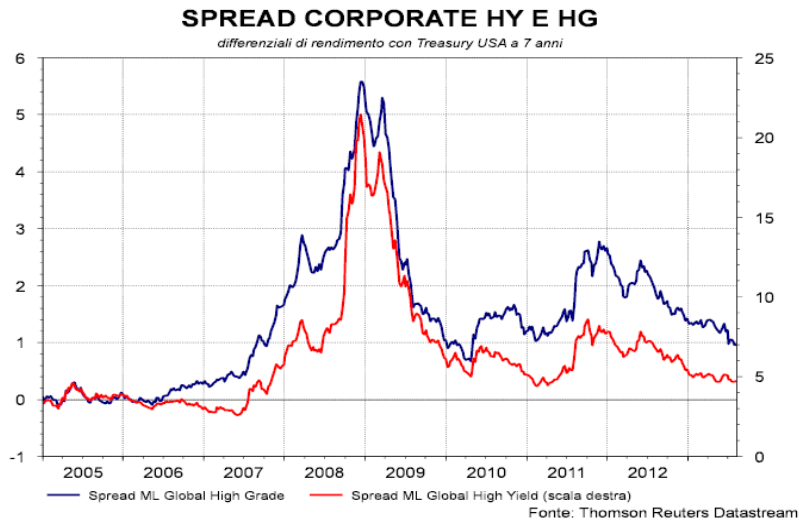
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Credit Markets

Anche i credit spread sono rientrati su livelli meno penalizzanti dopo che in maggio avevano sofferto l'annuncio di una revisione del programma di acquisto di Treasury della FED (QE3). I credit spread, come noto, riflettono anche le aspettative del paese degli emittenti, per cui è conseguente che in termini netti in Europa essi siano diminuiti, negli EM siano aumentati, negli USA siano rimasti stabili. A metà ciclo economico di solito gli spread toccano i minimi: il valore storico dello spread IG negli USA dovrebbe tuttavia essere più basso (dato sviluppo ciclico sub-potenziato e rischio media più bassa) di quello attuale (100bp contro i 150bp in essere). Perché non avviene?

- 1) Il QE ha aumentato la domanda di Governativi e ridotto l'offerta di fondi agli emittenti privati, rendendo i primi più cari e limitando il downside dei credit spread IG;
- 2) Un ridotto peso degli acquisti degli spread traders (banche ed hedge funds, anche per motivi regolatori) rispetto agli istituzionali, ha fatto venir meno sia le dinamiche da arbitraggio che quelle direzionali o di momentum a breve termine.

Secondo molti osservatori, ci sono spazi per una compressione degli spread (quasi assente per USA e IG issuers), soprattutto in Europa, dove gli istituzionali operano in habitat preferiti (non ruotano attivi verso segmenti di mercato inusuali). La recente indagine FITCH indica una preferenza per IG Europa, soprattutto banche, su cui noi siamo molto più scettici (c'è ancora rischio latente da assorbire, i profitti sono deboli rispetto alla media storica, il de-leverage non è ancora terminato).



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Equity markets

In un contesto favorevole alla crescente assunzione di posizioni, i prezzi delle azioni hanno in gran parte scontato uno scenario macro 2H13 migliore: i listini sono quindi ora più sensibili a fattori tecnici, che possono condurli a correzioni ribassiste di breve. E' probabile che le attese manovre di contenimento del QE da parte della FED, che di fatto avviano una modifica graduale della *stance* di politica monetaria, non siano ancora pienamente riflesse nei prezzi (altrimenti non si spiegherebbero le reazioni isteriche agli annunci o anche solo ai dati che potrebbero anticipare la manovra), mentre il connesso miglioramento del quadro dei fondamentali aziendali ha bisogno di tempo per concretizzarsi. E' tuttavia altrettanto evidente che a livello globale le condizioni operative siano adesso migliori, nonostante politiche di bilancio che in media sono piuttosto rigide: le incertezze connesse al quadro di politica pubblica sono diminuite in USA, Europa e Giappone, il quadro di crescita sta migliorando, e le scelte di politica monetaria riflettono lo scenario locale piuttosto che un ipotetico calendario per la «normalizzazione». Alla data in cui scriviamo 448 aziende dello S&P500 hanno comunicato i dati trimestrali. Di queste il 53% ha riportato ricavi nel primo quartile delle stime, mentre il 71% lo ha fatto per gli EPS. In aggregato soltanto il 3% dei risultati di EPS ha battuto le stime, l'1% per i ricavi. Gli EPS sono cresciuti del 6,1% su base annua, dell'1,0% escludendo il comparto dei finanziari. L'Europa ha segnato numerose sorprese positive sui dati trimestrali, coerenti con il rafforzamento graduale del quadro macro. Oggi le valutazioni sono piuttosto equilibrate, mentre il quadro delle aspettative sugli EPS è atteso irrobustirsi a partire dal 2015. Ciò rende i mercati molto sensibili da un lato alla volatilità del macro-scenario, dall'altro alle sorprese aziendali e - su singoli temi - ad esogene quali l'attività di M&A e di Buy-back (possibile con valutazioni attraenti e DivYield relativamente più elevati dei BondYield). Un trend positivo nel settore manifatturiero globale ci induce a OW i ciclici contro i difensivi; valutazioni attraenti e fondamentali economici in assestamento suggeriscono una preferenza per l'Europa sugli USA; incertezze e premi al rischio suggeriscono di mantenere UW su EM; considerazioni di *momentum* e la riduzione delle posizioni long sul Nikkei consigliano prudenza a breve sul Giappone.

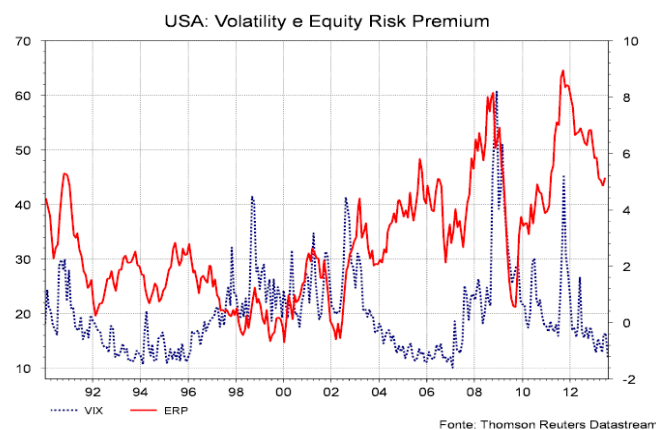
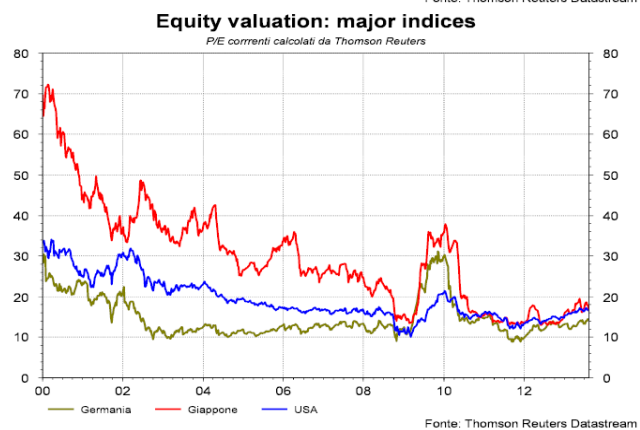
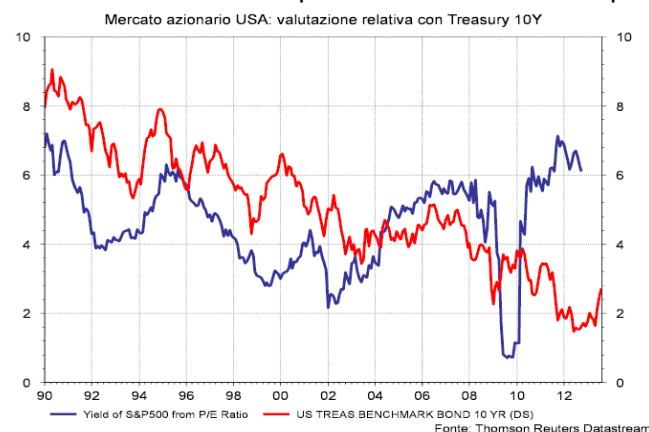
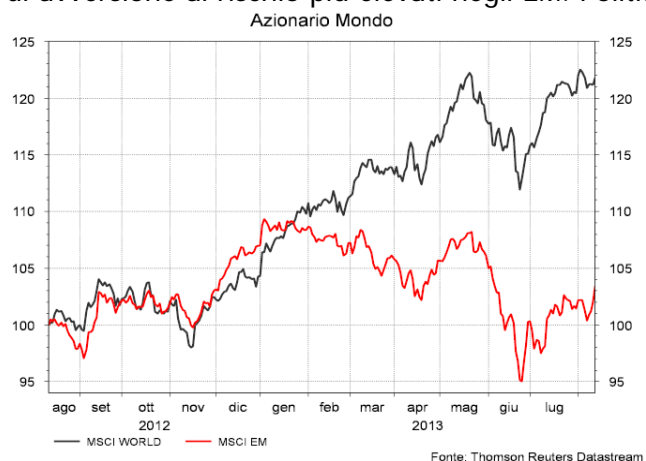
PRINCIPALI INDICI DI BORSA	Crescita Utile per Azione			Rapporto Prezzo/Utile					
	chiusura	variazione	Dividend	2013	2014	2015	2013	2014	2015
	15/08/2013	2013	Yield						
S&P 500	1661,32	16,5%	2,4%	6,1%	6,2%	10,7%	16,4	15,4	13,9
S&P GICS Information Tech.	3606,12	19,4%	2,3%	11,6%	0,6%	10,7%	14,2	14,2	12,8
EURO STOXX (EUR)	287,36	10,2%	4,1%	-5,3%	0,4%	16,0%	13,6	13,5	11,7
FTSE-100 INDEX	6483,34	9,9%	4,0%	-10,2%	-0,1%	10,4%	12,9	12,9	11,7
TOPIX First Segment	13752,94	32,3%	1,7%	17,5%	60,8%	9,8%	22,8	14,9	13,5
MSCI WORLD INDEX	1080,89	15,2%	2,8%	3,3%	7,7%	10,8%	16,0	14,9	13,4
MSCI EMERGING MARKETS	45107,04	-3,5%	2,8%	-1,9%	9,2%	11,5%	11,6	10,7	9,6
MSCI PACIFIC	735,58	23,0%	2,4%	5,1%	35,0%	9,8%	20,3	15,1	13,7
MSCI EM LATIN AMERICA	1453,16	12,1%	3,2%	-18,0%	11,4%	13,7%	14,2	12,8	11,3

Fonte: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregate

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Global Equity markets

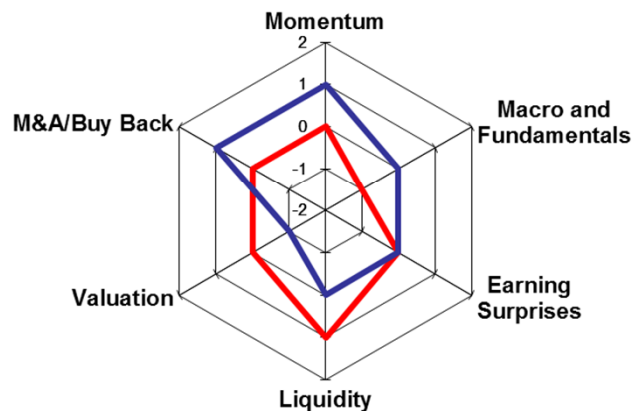
A metà agosto 2013, le dinamiche di fondo dei mercati azionari sono ancora ben definite: l'indice di riferimento per i mercati DM, il MSCI World ha registrato una performance del +15,2%, a fronte di una flessione del MSCI EM Free del -3,5%. I listini USA in media performano come il benchmark, i listini europei e gran parte degli EM registrano dinamiche peggiori del MSCI World, il listino di Tokio registra un risultato più che doppio dell'indice di riferimento. I driver della performance sono per lo più globali, in particolare la combinazione di politiche monetarie accomodanti e di sorprese macro positive nei DM, a fronte di sorprese negative e livelli di avversione al rischio più elevati negli EM. Politiche più rigide e incertezza hanno esposto EM a «sudden stop» dei flussi.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

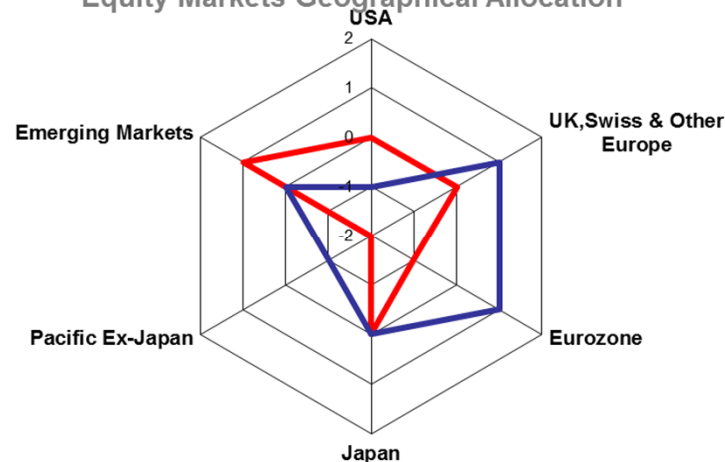
Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



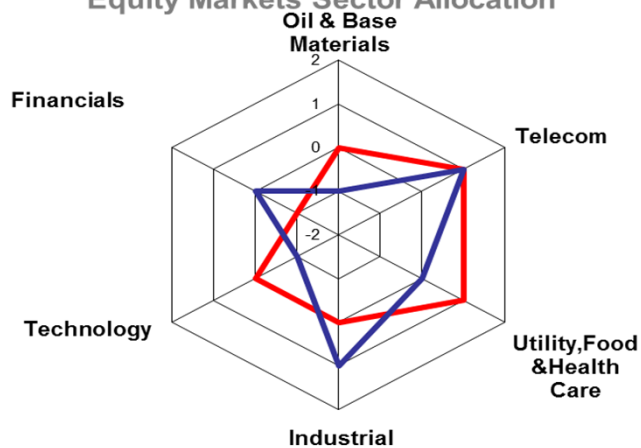
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



Rivediamo al rialzo l'esposizione azionaria verso UK a discapito di Stati Uniti e del complesso degli EM. Abbiamo incrementato il sovrappeso su Eurozona, che può sfruttare sorprese macro positive; abbiamo assunto una posizione più equilibrata nell'area Pacifico, dove dati macro in Cina e tassi base in Australia potrebbero fornire sostegno di breve. A livello settoriale abbiamo una decisa preferenza per i settori ciclici, in particolare gli industriali e, selettivamente, i finanziari, prevalentemente del settore assicurativo vita. Manteniamo una certa prudenza sulle scelte settoriali direzionali, e pertanto compensiamo l'aumentato peso dei ciclici con una riduzione delle tecnologie. Abbiamo conseguentemente ridotto il peso del complesso dei difensivi, mentre continuiamo a sovrappesare, causa ridotta esposizione beta-ciclica, il comparto *luxury*.

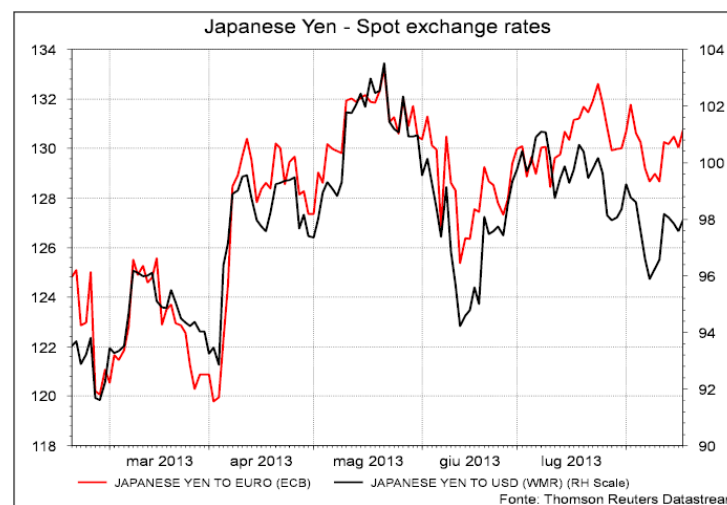
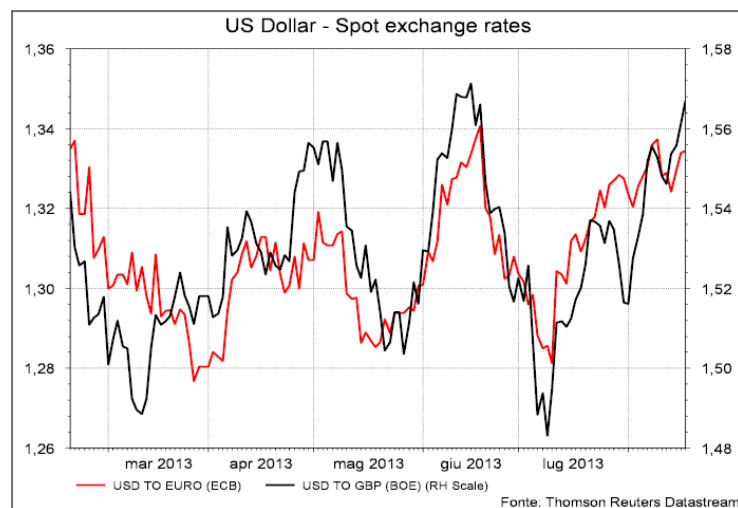
FX Markets

I temi di fondo del mercato dei cambi nel 2013 sono stati da un lato l'ampio deprezzamento dello Yen in termini nominali e reali, indotto da una variazione non occasionale della funzione di comportamento della BoJ in senso ultra-espansivo; dall'altro l'ampia flessione dei tassi di cambio del complesso degli EM, per via di evidenti segnali di rallentamento strutturale dei tassi di crescita, indotti anche da dinamiche insoddisfacenti dell'interscambio con i paesi sviluppati, a loro volta alle prese con una economia che in media sta con fatica, con ampie dispersioni nei trend e con valori modesti uscendo da una lunga recessione.

Da inizio maggio tali tendenze si sono accentuate, si è incrementata la divergenza fra le valute EM e quelle DM, in genere conseguente a ridimensionamenti delle variabili congiunturali delle economie emergenti a fronte di numerosi segnali di svolta in USA, Europa e Giappone (a prescindere dall'origine, dalla robustezza e dalla sostenibilità di tale positività ciclica).

Come conseguenza, alcuni aggiustamenti nelle preferenze di esposizione valutaria sono sembrati quasi meccanici: venduto il AUD e il complesso delle EM currencies per le crescenti divergenze cicliche; venduto, con alterne fortune, il JPY verso USD ed Euro, perché la BoJ ha spazi per allentare ancora la politica monetaria, come contrasto dell'indebolimento ciclico in Cina (il peso sulla bilancia commerciale nipponica di Cina e Stati Uniti è di fatto uguale). Si è in media apprezzato anche l'EUR contro il CHF, sostenuto da aspettative di flessione dei premi al rischio «sistemic» legata alla ripresa – seppur debole – del ciclo nell'Eurozona.

Più in generale, le EM ccy sono risultate più sensibili ai flussi di liquidità, che per affluire domandano più elevati premi al rischio: l'aumento dei differenziali di crescita economica verso i DM sostiene quindi la nostra view di un USD forte nel medio termine.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Dai recenti meeting dei board delle banche centrali non sono giunte novità tali da incidere nei fattori strutturali delle dinamiche valutarie, mentre più importante è stato il data-flow, da cui è emerso un trend delle economie sviluppate in graduale, anche se non uniforme, miglioramento. Due gli elementi importanti:

1. A livello globale, la ripresa è asfittica, perché a fronte di una decelerazione strutturale del ciclo degli EM, si osserva una performance mediamente piatta del ciclo nell'Eurozona (confermato dai dati recenti sul 2°Q-GDP di Francia, Germania e EMU). Gli indici più veloci (tipo i PMI) confermano soltanto l'affermarsi lento di un tono migliore in alcuni dati, ma non ancora una crescita vigorosa della domanda finale aggregata di beni e servizi;
2. I dati USA, in più diffuso rafforzamento, indicano che a settembre sarà inevitabile l'avvio di una politica monetaria che condurrà ad una graduale rimozione degli eccessi di offerta di moneta da parte della FED.

Riteniamo comunque che le tendenze economiche di fondo siano ancora troppo disperse per ipotizzare un drenaggio di liquidità che coinvolga tutte le autorità monetarie, mentre a noi pare più probabile che possano cambiare le fonti della base monetaria, a parità di stock disponibile (saranno di fatto altre banche centrali che compenseranno il maggior rigore della FED).

Ci preoccupa piuttosto l'osservazione che una così ampia divergenza fra le dinamiche dei mercati azionari EM (al ribasso) e DM (al rialzo) e delle rispettive valute si era osservata solamente nel 1998, quando continui «stop and reversal» dei flussi di fondi internazionali continuavano ad alimentare diffusi ribilanciamenti dei portafogli a danno della stabilità del complesso degli emergenti: era l'onda lunga della cosiddetta «crisi asiatica 1997-1998», un elemento da valutare con molta attenzione nel futuro prevedibile perché vi sono fragilità diffuse e possibili «bolle» negli EM che potrebbero condurre ad ampi aggiustamenti dei cambi.

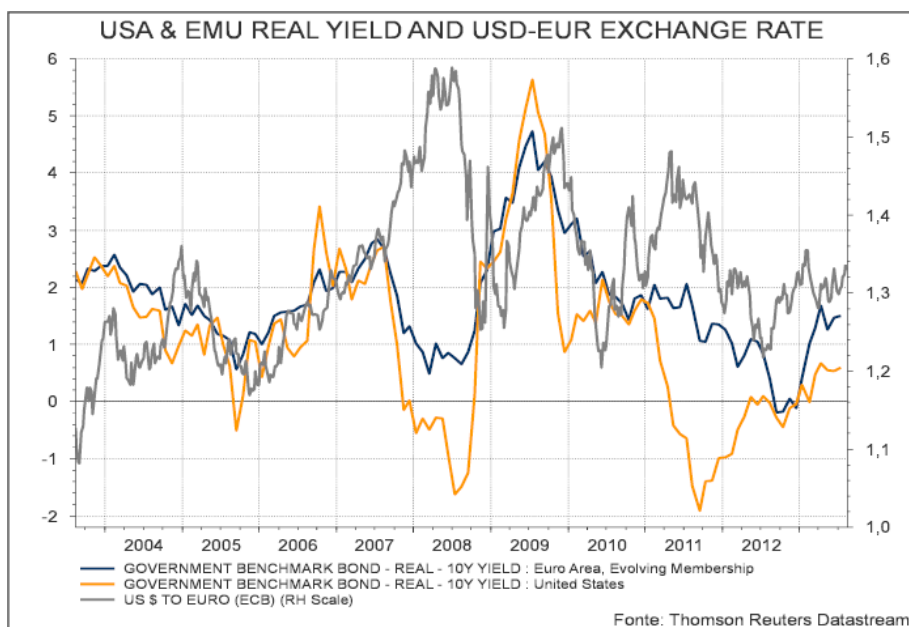
Continuiamo quindi a credere in un USD in rafforzamento sia contro le divise principali (EUR, JPY e GBP), sia contro gran parte delle divise EM, specie quelle caratterizzate da un carry elevato e da ampi squilibri delle partite correnti. I differenziali di crescita favorevoli agli USA saranno il driver principale, ma ulteriori fattori di sostegno a possibili spunti rialzisti occasionali potranno venire dalla diminuzione operativa degli acquisti di Treasury da parte della Fed, e da una maggiore enfasi ai miglioramenti in atto nel mercato del lavoro USA, che indurrebbero tensioni sui tassi a breve termine americani.

Riteniamo tuttavia che il rafforzamento del dollaro potrà inizialmente assumere carattere selettivo, soprattutto perché alcune economie stanno atterrando su un «momentum» economico simile a quello USA, in particolare EMU, UK, Svizzera e New Zealand. Sorprese economiche positive potranno essere valutate in termini relativi, e condurre nei prossimi mesi a riposizionamenti di breve termine sulle rispettive divise, nell'ambito di un trend definito e favorevole al USD. Posizioni strutturali al rialzo del USD possono quindi costituire un'opportunità contro AUD, JPY e EM ccy, con l'eccezione di NZD e PLN, dotate di *upside* autonomo.

Dollaro e Euro: approfondimento

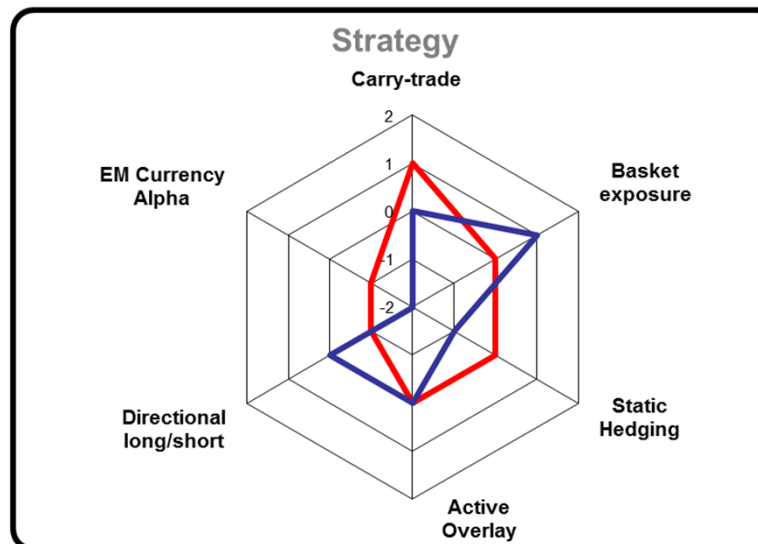
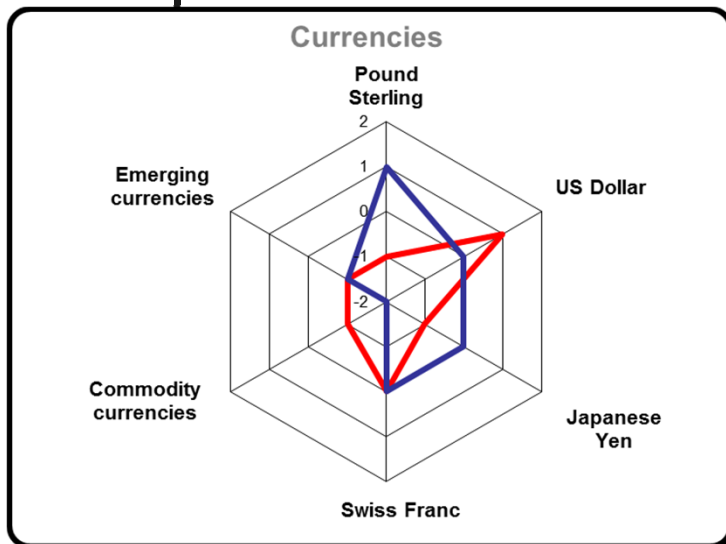
Ci siamo domandati il motivo per il quale il dollaro non sale contro il complesso delle divise core Europe (specie EUR e GBP): ebbene, fra le motivazioni di mercato abbiamo individuato il basso livello dei tassi di interesse reali in USA, che viceversa è in media (tenuto conto degli emittenti periferici) più alto nell'Eurozona.

Un altro fattore che ha determinato le recenti performance dei cambi è stata la valutazione della posizione ciclica relativa delle tre aree economiche in termini di «sorprese macro positive»: il data flow ha favorito EUR e GBP contro USD, perché la dinamica sottostante i dati congiunturali era maggiormente scontata negli USA. Più di recente, questo fattore non ha inciso più sull'Euro, che infatti si è stabilizzato contro USD e ha perso contro GBP.



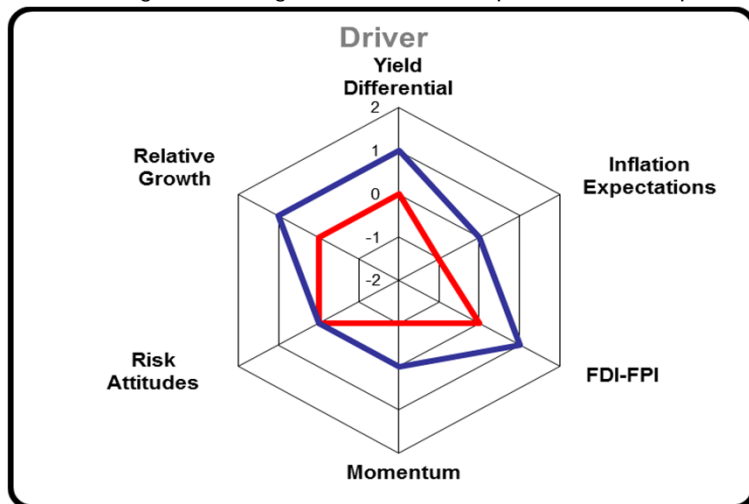
Da ultimo, l'adozione di una strategia di comunicazione simile a quella della FED da parte di BoE e BCE ha avuto impatti modesti sulle dinamiche del cambio, spesso anche contro-intuitive, ma la combinazione di «forward guidance» e sorprese relativamente migliori ha il potenziale per sostenere GBP nei 12 mesi. La nostra previsione è per un livello di GBP/USD a 1,4800 e di EUR/GBP di 0,8300. Contro USD sono attese oscillare a breve nel range in essere.

FX Markets: strategia



-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso



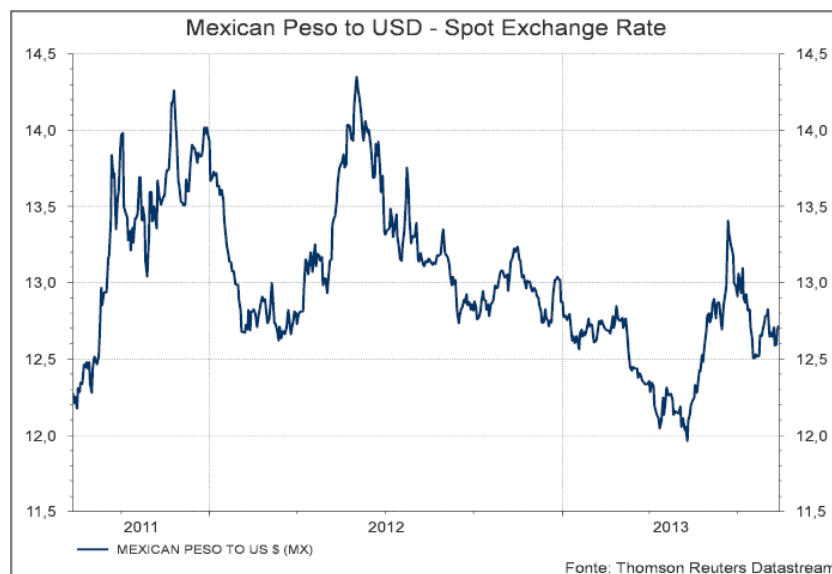
Importante modifica nell'esposizione valutaria è la revisione al rialzo del peso di GBP, dove ci attendiamo altre sorprese dal data-flow, con la Bank of England a supporto nel medio termine. USD e JPY sono stati riportati alla neutralità, in attesa di un quadro che sarà più chiaro a settembre. L'esposizione nel complesso delle EM ccy è rimasta sottopeso, mentre abbiamo diminuito ancora AUD. La volatilità relativa delle EM ccy è grandemente aumentata nelle scorse settimane, per cui strategie di *hedging* statico risultano molto costose: suggeriamo quindi di associare ad un Basket LONG USD vs AUD, JPY, EM ccy, posizioni direzionali *long/short* (favoriti long NZD, PLN, GBP), con stop-profit di breve termine. Le valute utili per le operazioni di *carry-trade* stanno rifiatando (in particolare JPY), strategia quindi sconsigliata.

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: Focus Mexican Peso

L'Inflation Report pubblicato il 7 agosto dalla Banca Centrale ha confermato ciò che i mercati avevano già anticipato: l'economia si sta indebolendo e i rischi di inflazione sono puntati al ribasso. La Bank of Mexico ha quindi tagliato le stime di crescita del GDP 2013 a 2,0%-3,0% (un punto percentuale in meno della precedente previsione), in parte come riflesso di aspettative più caute sulla dinamica dell'economia USA. La banca centrale esclude per il momento tagli ulteriori dei tassi, e attende almeno il primo quarto del 2014 per verificare l'effetto dei precedenti tagli sulla chiusura dell'output gap. L'incerto quadro esterno potrà avere impatti, ancorché contenuti, sul cambio MXN/USD: le riforme del settore energia in corso potranno consentire un recupero di competitività in un settore chiave dell'economia, con eventuali afflussi netti di capitali esteri che bilanceranno i rischi di inflazione connessi ad una svalutazione a breve del MXN (per via della riduzione del differenziale dei tassi con gli USA quale riflesso dell'attesa contrazione degli acquisti della FED sul mercato dei Treasury).

Il MXN è stato fra le divise che meglio hanno performato nella prima parte del 2013, toccando un minimo contro USD a 11,97 ad inizio maggio; si è successivamente indebolito fino a 13,38 per USD (livello di mercato del 24 giugno), a causa di tensioni politiche connesse al processo di approvazione della riforma citata e ad un effetto sistematico che tiene sotto pressione tutto il complesso delle EM currencies. Nelle ultime settimane il cambio ha recuperato poco meno di una figura, e staziona intorno a 12,60 per USD. Ci attendiamo una sostanziale stabilità del cambio, essendo il livello di sopravvalutazione «fair» inferiore al 2,0%.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: Focus Australian Dollar

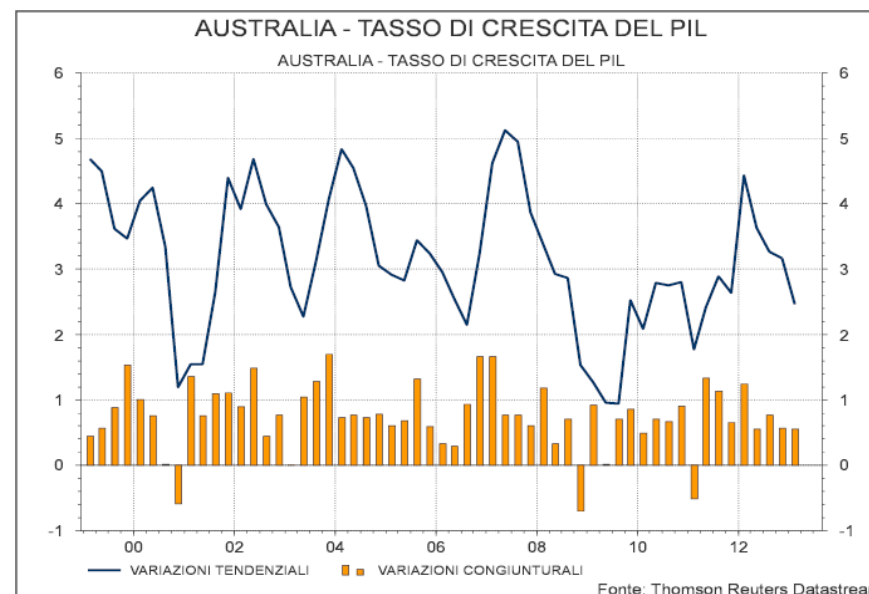
La RBA, nella riunione del board del 6 agosto, ha tagliato il tasso base per le operazioni di politica monetaria dello 0,25%, portandolo al 2,50%. Era una decisione attesa, che si iscrive nel tentativo di supportare una domanda insoddisfacente, all'interno di un quadro inflazionistico stabile, di una politica fiscale rigida e di un tasso di cambio storicamente ancora elevato nonostante le recenti flessioni. Nella stessa riunione, la banca centrale ha rivisto al ribasso le previsioni di crescita del GDP a breve termine (dal 2,5% al 2,25% reale a dicembre 2013, un valore che la RBA giudica essa stessa «below trend»), ad inflazione invariata (2,0%). E' evidente come l'economia stia sperimentando una traiettoria di aggiustamento ad una flessione degli investimenti nel settore minerario, come conseguenza di una riduzione della domanda globale di commodity. Inevitabile una progressiva erosione dei posti di lavoro, ancorché il tasso di disoccupazione sia rimasto fermo al 5,7%, un valore che prevediamo possa peggiorare entro fine anno fino intorno al 6,0%. Indicatori anticipatori come le vendite al dettaglio non alimentano l'ottimismo, benché sia in atto una ripresa dei prezzi delle abitazioni che la RBA vorrebbe evitare vista la dipendenza da condizioni finanziarie che essa stessa giudica estremamente favorevoli. Per quanto riguarda l'inflazione, a cui le decisioni di policy sono connesse, la banca centrale conferma che le dinamiche degli indici anticipatori sono coerenti con il livello target a medio termine: in particolare, i costi unitari del lavoro stanno scendendo, e saranno in grado di compensare effetti negativi legati alla svalutazione del cambio.

Table 6.1: Output Growth and Inflation Forecasts^(a)
 Per cent

	Year-ended					
	June 2013	Dec 2013	June 2014	Dec 2014	Jun 2015	Dec 2015
GDP growth	2½	2¼	2½	2½-3½	2¾-3¾	2¾-4¼
Non-farm GDP growth	2½	2¼	2½	2½-3½	2¾-3¾	2¾-4¼
CPI inflation	2.4	2	2½	2-3	2-3	1¾-2¾
Underlying inflation	2½	2¼	2¼	2-3	2-3	2-3

	Year-average					
	2012/13	2013	2013/14	2014	2014/15	2015
GDP growth	2¾	2¼	2½	2¼-3¼	2½-3½	2¾-3¾

(a) Technical assumptions include A\$ at US\$0.90, TWI at 69 and Brent crude oil price at US\$104 per barrel
 Sources: ABS; RBA

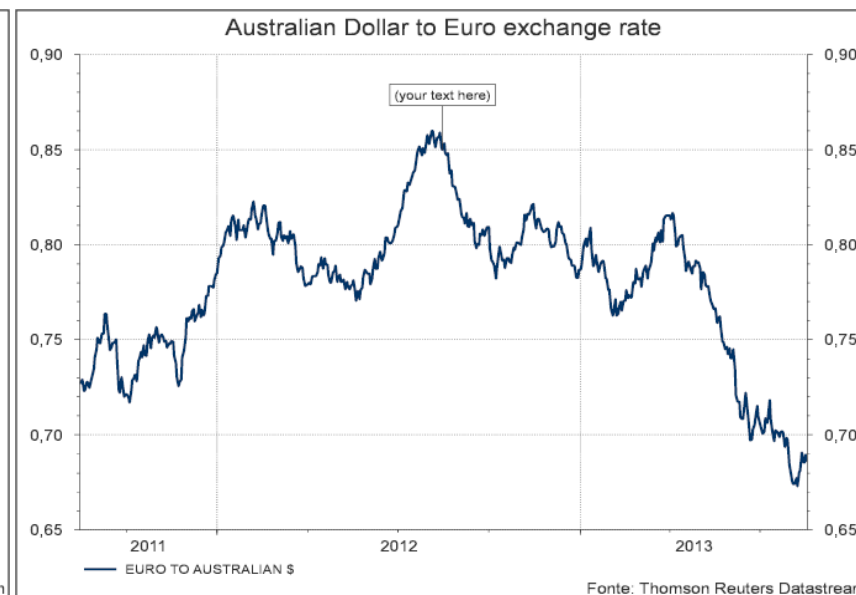
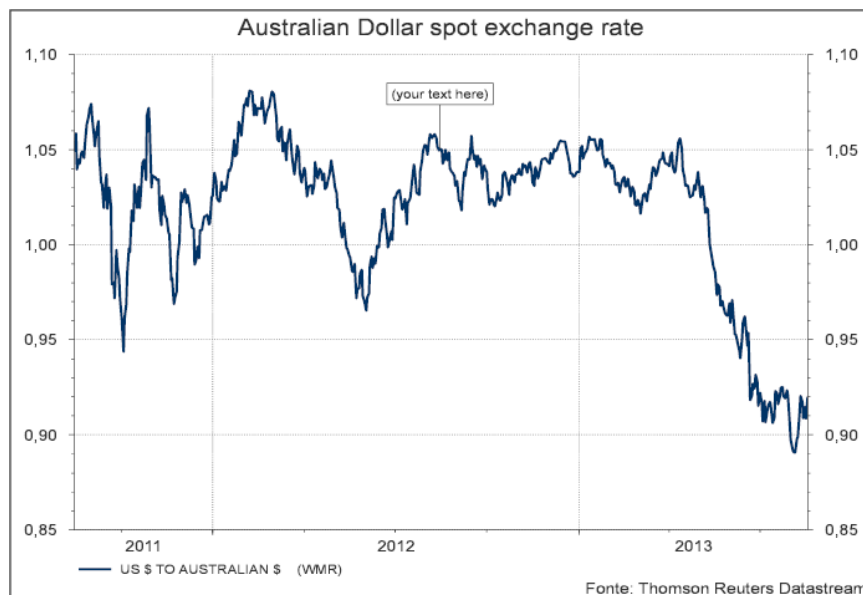


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

FX Markets: Focus Australian Dollar

Nelle settimane recenti, dopo essersi mosso a lungo nel range 0,88-0,93 USD, il cambio si è ampiamente deprezzato. La riduzione dei differenziali di tasso verso il complesso delle attività finanziarie in USD e la «retorica» ribassista della Reserve Bank of Australia hanno avuto un ruolo importante nella svalutazione del tasso di cambio, specialmente laddove la banca centrale ha reso chiaro nell'ultimo comunicato che il deprezzamento del AUD non avrebbe compromesso il quadro delle aspettative di inflazione. Ulteriori flessioni del cambio sono pertanto ancora prevedibili, anche per le attese di prossime riduzioni degli acquisti netti di Treasury da parte della Federal Reserve (il cosiddetto «FED tapering»).

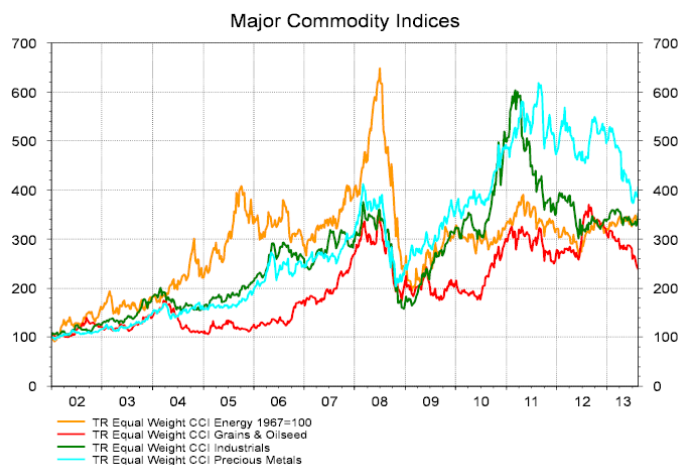
Rende più fragile il quadro per l'AUD soprattutto il timore, alimentato dalle recenti uscite di capitali esteri dal mercato interbancario in Cina, di un incremento della fragilità del sistema finanziario del paese asiatico, connesso ad una possibile bolla nel mercato creditizio (recenti stime indicano nel 232% il rapporto fra credito totale al settore privato cinese e GDP). Non è un caso che le banche ed altri investitori istituzionali australiani siano fra i più esposti verso iniziative in Cina, che hanno preso la forma di finanziamenti diretti. Revisioni al ribasso delle aspettative di crescita in Cina, come quelle che abbiamo formulato in precedenza, mettono pertanto sotto pressione le commodity currency, fra cui l'AUD. Indichiamo un *fair value* di 0,90/0,87 USD nel medio periodo, quindi sotto i livelli correnti, in un orizzonte di 3-6 mesi.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Commodity Markets

Nel mese di luglio, l'indice composito delle commodity (S&P GSCI) ha realizzato una performance del +4,9%, in linea con quella dell'indice azionario MSCI World (+4,9%) ma migliore di quella dell'indice JP Morgan Global (+1,1%). Hanno fatto da traino il WTI crude oil (+9,2%), il RBOB gasoline (+12,1%) e il Gold (+7,1%), quest'ultimo prevalentemente per motivi tecnici. L'andamento del complesso del comparto Energy non è una coincidenza, dal momento che luglio rappresenta il picco mensile per l'utilizzo della capacità di raffinazione negli USA: nelle 18 settimane che si sono chiuse a fine luglio, la domanda media di greggio dalle raffinerie è salita di 2,24 Mil/Bbl al giorno, contro livelli normali di mercato pari a 1,0 Mil/Bbl. L'eccezionale domanda di raffinazione è a nostro avviso all'origine dell'incremento del prezzo del WTI, salito di circa il 28% da aprile a luglio, e del contestuale decremento delle scorte di prodotti grezzi e raffinati. Le dinamiche recenti sembrano quindi riflettere fattori stagionali più che fattori strutturali e/o ciclici. Per il futuro, fattori di sostegno ai prezzi dell'energia non mancano; in particolare, segnali di stabilizzazione e/o di moderata e più uniforme ripresa del ciclo anticipano un probabile incremento della domanda finale di energia in USA ed in Europa. Inoltre, sta aumentando l'incertezza sulla continuità di alcune linee di offerta, a causa delle rinnovate tensioni in Medio Oriente. In sostanza, il lento affermarsi di un ciclo economico ed i rischi di filiera suggeriscono un graduale incremento della volatilità nel futuro prevedibile, all'interno di una tendenza che, seppure con alti e bassi, ci pare potersi affermare al rialzo. Infine, rigidità e incertezze dal lato dell'offerta hanno portato i prezzi spot su livelli più elevati di quelli forward (*backwardation*): ciò alimenta la continuità di posizioni speculative, estremamente vantaggiose se si ipotizza un roll-over continuo delle scadenze correnti al mese immediatamente successivo (il rendimento atteso agli spread attuali è di circa il 12% annuo). E' questo un altro elemento che conferma le nostre aspettative di incremento della volatilità.



GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	weekly % change	monthly % change	2013 YTD	2012
S&P GSCI Commodity Spot	3,33%	0,69%	-2,01%	1,35%
S&P GSCI Energy Spot	3,66%	0,55%	3,51%	4,53%
S&P GSCI Industrial Metals Spot	2,76%	5,79%	2,11%	-20,29%
S&P GSCI Livestock Spot	1,26%	1,93%	6,22%	-1,76%
S&P GSCI Agricultural Spot	2,19%	-2,63%	-25,69%	2,10%
S&P GSCI Precious Metal Spot	5,07%	7,07%	-15,61%	-11,83%

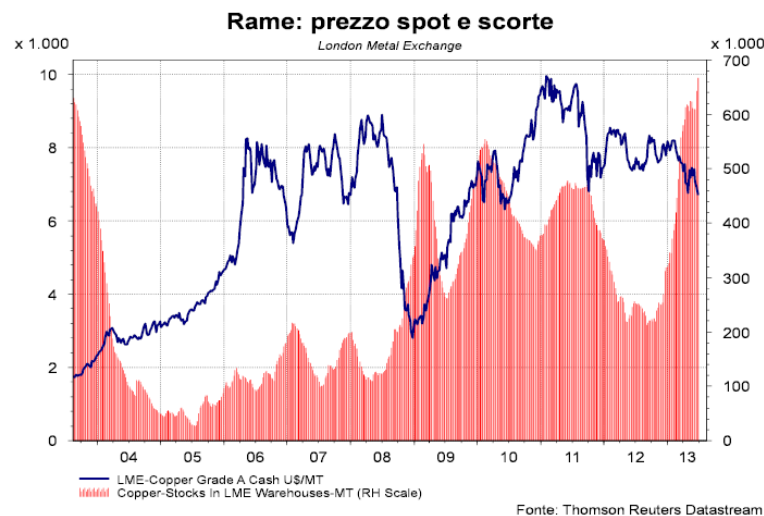
Fonte: Datastream - dati al 15 08 2013

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Commodity Markets

Sui metalli industriali, il segmento più sacrificato da inizio anno, pesa il passo rallentato e le nubi che si addensano sull'economia cinese (in particolare i rischi di surriscaldamento dei mercati del credito e immobiliare). Gli ultimi segnali fanno tuttavia intravedere lievi spiragli: la produzione industriale ha ripreso a crescere, mentre miglioramenti significativi – ancorché non necessariamente persistenti - si sono sperimentati nella bilancia commerciale. Sebbene non tali da indurre una revisione al rialzo del GDP cinese (atteso al +7,4% a fine anno), sono comunque sintomi che, se coniugati con una graduale ripresa delle quantità di rame domandate dalle industrie del paese e con livelli di scorte ormai ai massimi storici, consentono di rimuovere parte della negatività e di ipotizzare una modesta ripresa del rame e, con maggior cautela, del comparto. Gioca a favore di una lieve ripresa dei corsi anche il fatto che i prezzi di mercato in molti casi eguagliano i costi di produzione: un taglio di capacità produttiva può quindi provocare un rimbalzo anche consistente.

Sull'oro e i metalli preziosi possibili fattori di sostegno sono la domanda finale al dettaglio, specie India e Sud-Est Asiatico dove si avvicina la stagione dei matrimoni, e i drastici tagli alla estrazione e produzione di oro in particolare in Sud Africa. A fine luglio il Gold Council ha infatti segnalato che la produzione ha registrato un taglio cumulato nel 2013 pari a 965.000/oz, un dato in continuo incremento da inizio anno. Il taglio di capacità produttiva è ormai al limite, oltre il quale la chiusura di linee di produzione e la perdita di capacità produttiva può indurre un rimbalzo del prezzo. Per i motivi anzidetti, ci attendiamo un recupero, ancorché molto lento e graduale (mancano esigenze di protezione degli attivi) dei prezzi dell'oro e dell'argento.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

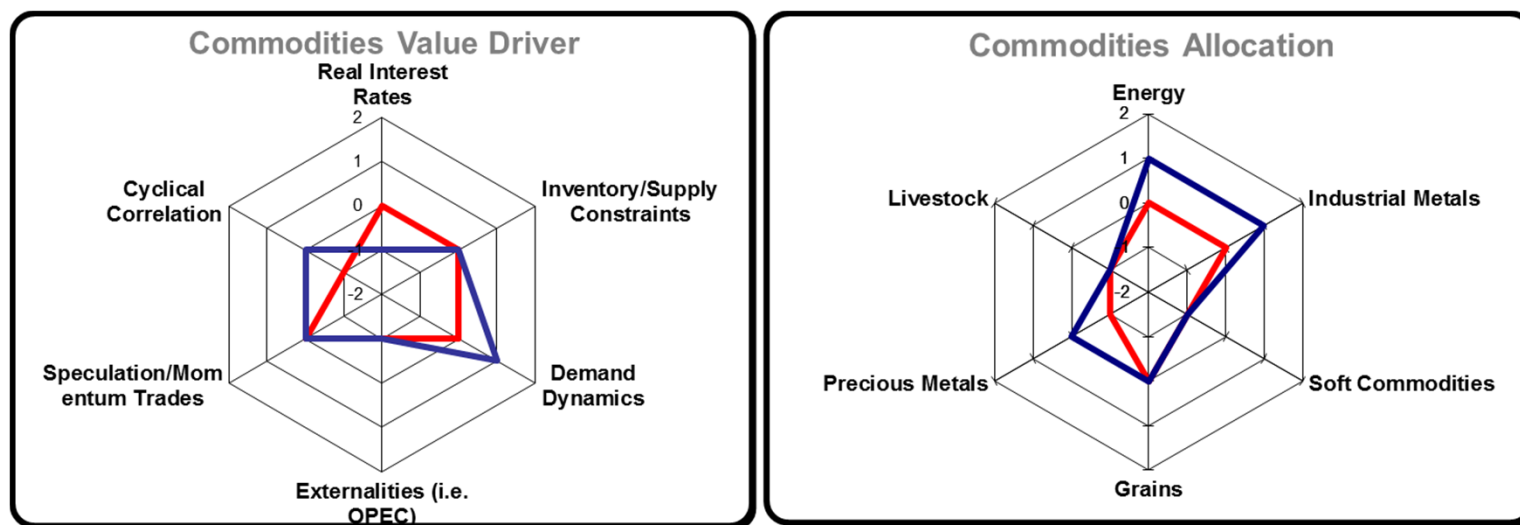
Commodity Markets: strategia

Ci attendiamo dinamiche molto diversificate nel complesso delle commodities nella seconda parte dell'anno, nonostante stiano rafforzandosi i segnali di svolta del ciclo nei paesi sviluppati. Gli andamenti sperimentati nella prima parte del 2013 hanno infatti dimostrato che i driver macroeconomici non sono più in grado di catturare la dinamica dell'intero settore, che funziona piuttosto come un set di mercati individuali guidati da fondamentali specifici, in particolare la domanda, l'offerta e l'eventuale «momentum» speculativo. In generale, possibili tensioni inflazionistiche a 3/6 mesi potranno indurre gli investitori istituzionali a coprire i relativi rischi e, come noto, questo è possibile sia caricando TIPS (ma assumendo il complesso dei rischi emittente) sia acquistando le attività più reattive all'inflazione, ovvero le commodity (correlate in entrambi i segni con il Dollaro USA).

L'indebolimento dell'outlook per gli EM ci fa essere quindi cauti sui metalli preziosi (si concentra lì la domanda al dettaglio) su cui però ci attendiamo la continuazione di un rimbalzo tecnico, su considerazioni legate ad un restringimento latente dell'offerta.

La ripresa dei paesi sviluppati apre spazi di domanda soprattutto per il complesso Energy, dove ci attendiamo una graduale attenuazione della pendenza (inversa) della curva dei prezzi (backwardation), grazie ai profitti di arbitraggio, ora molto elevati.

C'è fiducia sui metalli industriali (Rame e Zinco): scorte ai massimi e domanda finale che sta recuperando in Cina (da aprile a luglio le imprese locali hanno accumulato), e prezzi pari ai costi produttivi con rischi di riduzione della capacità produttiva globale.



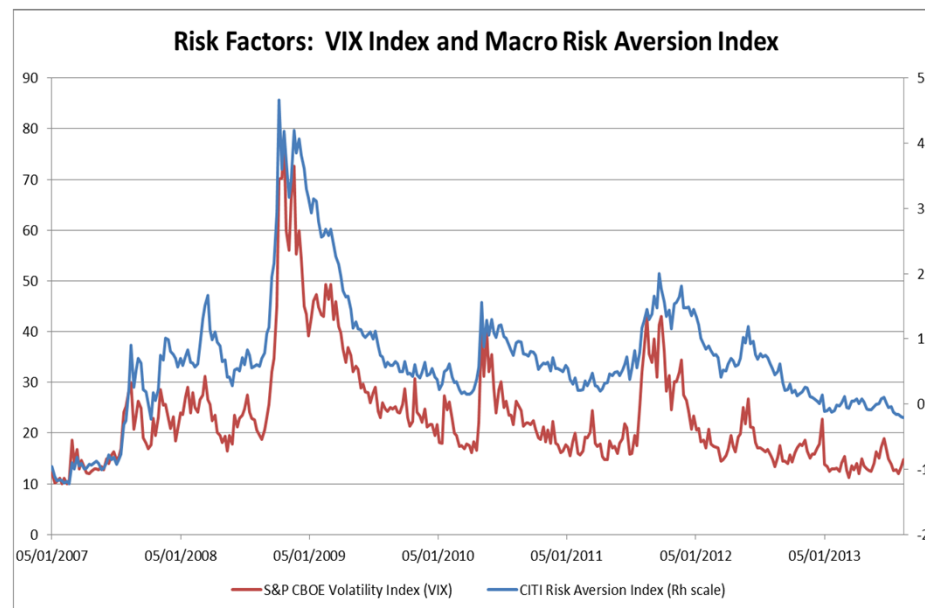
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Rimane stabile e storicamente contenuta la volatilità dei mercati azionari, grazie anche al contributo di livelli di avversione al rischio che ormai stanno approssimando i valori pre-crisi 2008. Un ciclo economico in stabilizzazione diffusa e i contributi della liquidità di fonte ufficiale favoriscono il mantenimento di rischi macro così bassi. Il quadro della volatilità del Forex è invece più frammentato, con BRL e MXN che sperimentano tensioni al rialzo (più contenute per MXN) e il complesso AUD/JPY che oscilla sensibilmente per via del ribilanciamento delle posizioni *carry-trade* dopo il recente taglio dei tassi da parte della RBA. Sui Sovrani, segnaliamo che la volatilità del decennale Italia è ai minimi, con alcuni margini per una graduale flessione dello spread su Bund (molto più volatile). Pochi spazi di riduzione dello *yield* su Gov/Messico, vista la ridotta volatilità.

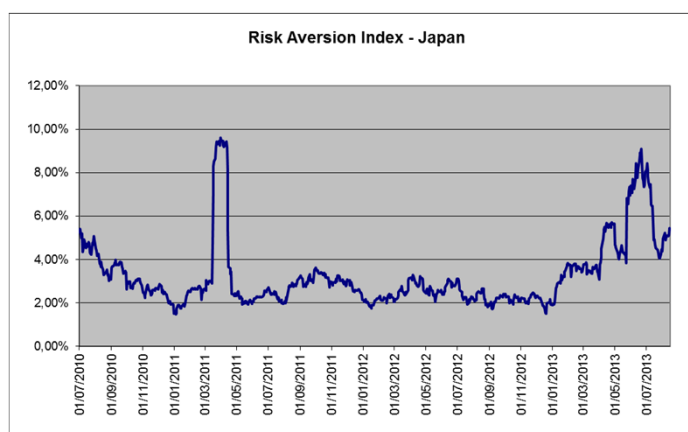


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	June	July	August	June	July	August	June	July	August
USA	44,82	41,15	31,97	17,28	7,04	8,40	-	-	-
Brazil	46,33	26,36	20,89	27,01	21,72	21,72	16,05	9,95	11,17
Mexico	39,03	18,98	20,17	25,90	16,88	15,94	16,97	11,66	9,49
UK	43,55	31,70	27,90	18,30	13,36	10,46	9,41	9,60	7,06
France	42,20	17,60	24,91	22,06	14,89	7,15	8,68	7,83	4,95
Germany	41,09	36,02	32,45	20,49	16,05	10,29	8,68	7,83	4,95
Italy	43,53	17,19	18,45	20,05	20,25	12,36	8,68	7,83	4,95
Japan	54,32	28,61	35,69	44,12	24,25	32,07	20,05	10,82	11,62
Australia	46,67	20,13	31,26	17,58	8,57	10,73	17,98	13,33	11,68
Canada	39,55	31,18	27,66	15,85	8,62	9,09	8,81	5,84	5,44

Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A.: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Attitudini degli investitori verso il rischio

Continuano a stazionare sui minimi dal 2012 i RAI (Risk Aversion Index) relativi ai mercati azionari di USA e Germania. I rispettivi indici azionari sono supportati dalle forze di mercato (*benchmark weights e beta correlations*), data la loro capacità di catturare i macro-trend senza sovraesporre al rischio (diversificazione). In Giappone il RAI è basso, ancorché il trend recente sia al rialzo: il listino deve ora trovare supporto nei fondamentali economici del valore per proseguire nell'apprezzamento. In Italia il RAI sta aumentando, e si trova sui livelli di picco del 2011 (in piena crisi del debito). La dinamica attesa del listino è molto cauta, supportata da aziende de-correlate dal ciclo domestico, sostenute da fattori esogeni quali le preferenze, l'internazionalizzazione, il cash flow.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A: affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

Scelte di investimento globali

- Le dinamiche macroeconomiche sopra analizzate segnalano un possibile effetto rotazione sui mercati, che indicativamente dovrebbe avvantaggiare il dollaro.
- Si è sempre sostenuto nei mesi scorsi, infatti, che le scelte di investimento apparivano come sospese, in attesa di avere il conforto dei fondamentali economici. In tale contesto, i driver sostanziali della performance sono state le cosiddette «positive surprises» sugli utili aziendali e l'effetto delle politiche monetarie non convenzionali sulla liquidità disponibile, per portafogli in gran parte sovrappesati di azioni.
-e lo si è visto, quando è bastato solo un accenno alla possibile riduzione degli acquisti di titoli pubblici americani da parte della FED, per aumentare la volatilità infragiornaliera del mercato e le conseguenti flessioni dei listini (e contestuali turbolenze su spread creditizi, sovrani, valute EM eccetera....);
- La possibile rotazione ciclica sopra indicata segnala possibili continuazioni delle performance dei listini azionari DM (ma Wall Street nella sua globalità è a fair value) a scapito del complesso degli EM;
- Vediamo poco valore nel complesso delle obbligazioni sovrane, con il forte rischio che a soffrire dell'azione della FED sia la parte intermedia della curva USA (e a caduta quella Euro e quella UK), con BCE e BoE impegnate nella gestione del rispettivo front-end della curve sovrane;
- Vediamo prospettive per il dollaro contro divise espressione di squilibri macro (EM e Commodity currency) con dinamiche più ambigue e conseguenti range-trades ampi per le divise core (specie Euro e Sterlina).
- C'è evidente valore nel complesso delle convertibili, non su senior IG, selettivo su US HY.

Settori e strumenti: tendenze di fondo

- Ci aspettiamo quindi un graduale e ulteriore incremento dei rendimenti dei Treasury USA (sul 10Y fino a 3,00%-3,25% a fine anno).
- Dopo un lungo periodo di incertezza che potrebbe durare ancora per il terzo trimestre, i fondamentali economici in graduale miglioramento potrebbero premiare le azioni Europee (che tuttavia salirebbero insieme ai rendimenti dei titoli sovrani (specie core Europe). Anche alcuni paesi periferici, e in parte minore l'Italia, seguirebbero la ripresa del ciclo europeo.
- Abbiamo effettuato un'analisi con un modello di equilibrio generale (DSGE), secondo la quale in base allo scenario conservativo, il comparto delle azioni Stoxx 600 (esclusi i dividendi) potrebbero avere un incremento annualizzato - nei prossimi cinque anni - dei rendimenti compreso fra l'11% e il 12,5%, circa il doppio della media di lungo periodo.
- Sulla base dello scenario di base da noi stimato (economia USA in rotazione e accelerazione moderata, ripresa incrementale in Europa, rendimenti sovrani in rialzo generalizzato, dollaro in rafforzamento) le scelte di investimento dovrebbero essere caratterizzate da:
 - 1) Value piuttosto che growth stocks (le seconde sono più sensibili ai tassi);
 - 2) Azioni cicliche piuttosto che difensive;
 - 3) In Europa, un mix di azioni cicliche con azioni decorrelate (luxury goods);
 - 4) Scelte di investimento sensibili alle dinamiche del dollaro
- Settori che fanno bene in queste condizioni sono in generale i produttori di beni capitale, le assicurazioni e le tecnologie per le infrastrutture (hardware, reti ecc.).