

Aprile 2015



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

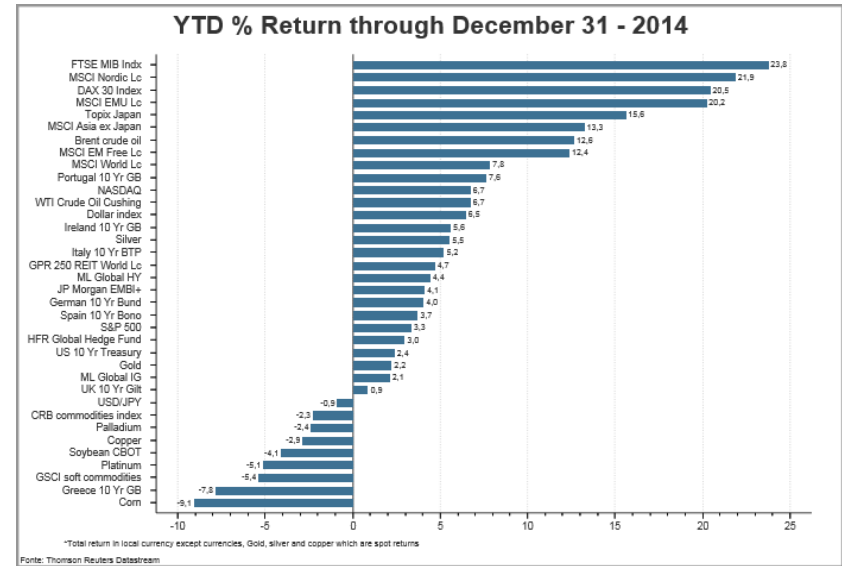
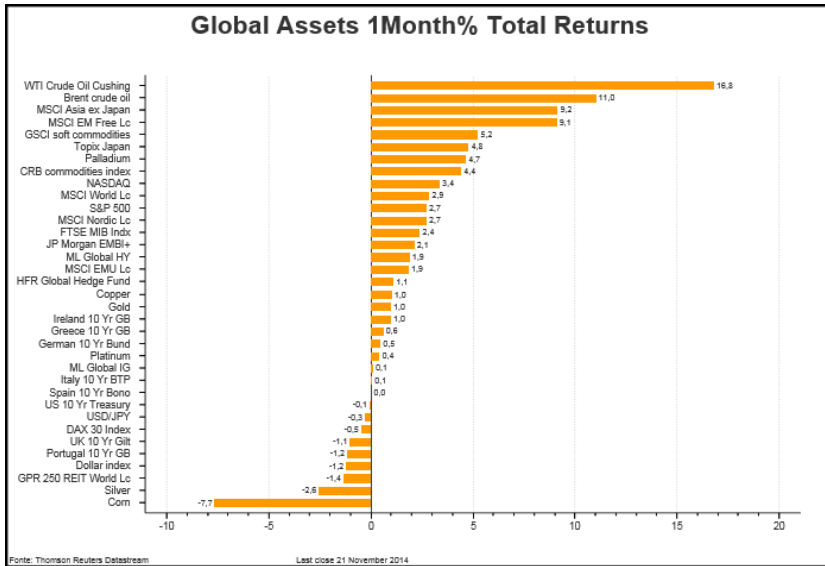
# Le macro view

- L'avvio del 2015, caratterizzato dall'ampliamento dei teatri di crisi (Grecia, Ucraina, ISIS) e dai crescenti timori per le elezioni in Grecia e UK, ha confermato le nostre ipotesi di disallineamento del ciclo globale: gli USA sono avviati su una traiettoria di ripresa, ma la «solitudine» li può frenare.
- I dati recenti confermano la frammentazione del ciclo: Eurozona e Giappone registrano blandi progressi di alcuni indici di attività, mentre in Cina e Brasile peggiorano investimenti e produzione.
- Le banche centrali hanno rafforzato i propri «commitment» ultra-accomodanti, contribuendo a compensare i rischi sistemici e geopolitici e inducendo una ripresa dell'appetito degli investitori.
- Lo scenario di base si è modificato: la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni, nell'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione a livello globale. Riteniamo troppo pessimista il consenso sull'Eurozona e sul Giappone. Il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziiale, con la domanda aggregata in graduale ricomposizione. Il rischio di deflazione comprimerà i premi al rischio sulle curve benchmark, e azzererà gli spazi di arbitraggio sulla «term structure», facilitando le esigenze di «trasmissione» delle banche centrali.
- Nei paesi emergenti l'aggiustamento non è terminato, e parte degli squilibri devono essere assorbiti; in Cina le «politiche di controllo» allungheranno i tempi della ripresa, mantenendo il GDP sotto il target delle autorità; in Brasile il doppio squilibrio dei conti pubblici e dei conti esteri eccede il 10% del GDP, inducendo un appesantimento della restrizione e una svalutazione del BRL.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» per un periodo di tempo ancora lungo attenua la volatilità dei mercati, almeno fino a quando non emergeranno «bolle speculative».
- Più complicato immaginare che rimanga sotto controllo anche la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro possibile inefficacia potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo frequenti correzioni.

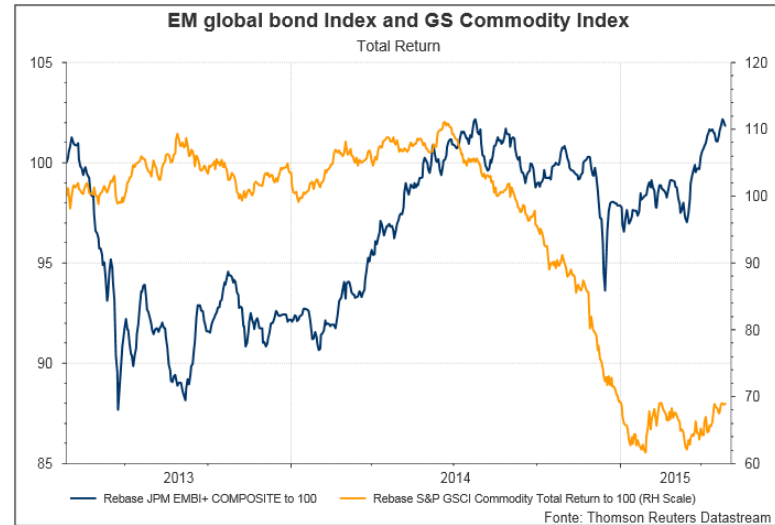
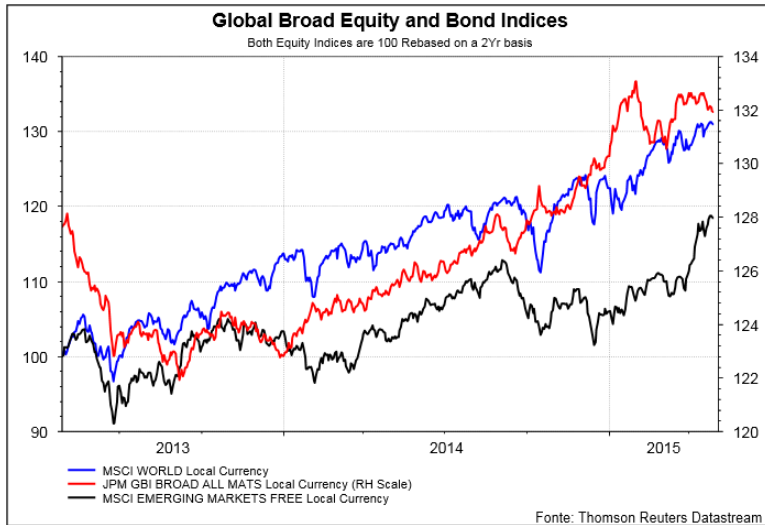
# Le scelte di investimento globali

- Long Duration, le politiche monetarie accentuano il loro accomodamento;
- Long Credit, in special modo nel segmento HY in dollari USA;
- Long Equity, rimane la migliore asset class, sostenuta dalle valutazioni;
- Long Volatility, è destinata a salire nei prossimi mesi;
- Sull'Equity, aumentare la selettività geografica, valutando con attenzione un ribilanciamento verso alcuni settori USA;
- Sull'Equity EM, il sentiment rimane negativo, ma con molta attenzione ci sono settori interessanti in Brasile (Staples, properties), in Cina (Industrial, Utilities), e aree geografiche discrete (Taiwan, Korea, Singapore);
- Sulle Commodity, la view rimane negativa, anche se sui distillati si possono aprire posizioni con orizzonte 3 mesi;
- La nostra top pick è il comparto dei Convertibles.

# Le performance dei mercati



# I mercati: evoluzione del quadro di riferimento



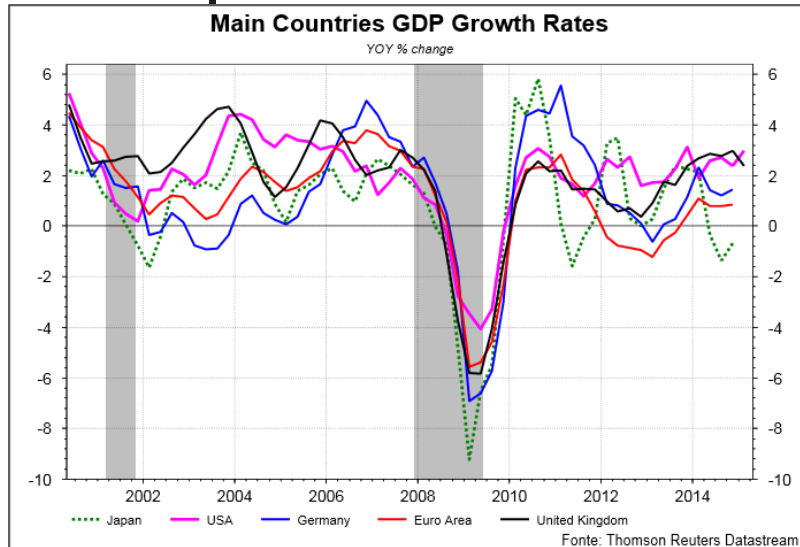
# Scenario macroeconomico: le previsioni

Sotto le nuove previsioni di crescita, stimate alla luce delle evidenze più recenti riguardo a USA, UK e Giappone. Segnaliamo in particolare la drastica revisione riguardante gli USA, perché la caduta del primo quarto del 2015 (+0,2%) è solo parzialmente legata a fattori transitori,

Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2014	2015	2015	2016	2015	2016
		Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
<b>USA</b>	2,40%	0,60%	3,10%	2,90%	2,60%	2,80%
<b>United Kingdom</b>	2,60%	0,70%	2,70%	2,50%	2,40%	2,40%
<b>Japan</b>	-0,10%	-0,50%	1,10%	1,70%	1,20%	1,50%
<b>Euro Area</b>	0,90%	0,40%	1,40%	1,70%	1,40%	1,70%
<b>Germany</b>	1,60%	0,50%	1,80%	1,90%	1,80%	1,90%
<b>Italy</b>	-0,40%	-0,10%	0,60%	1,10%	0,70%	1,00%
<b>France</b>	0,40%	0,20%	1,00%	1,50%	1,00%	1,30%

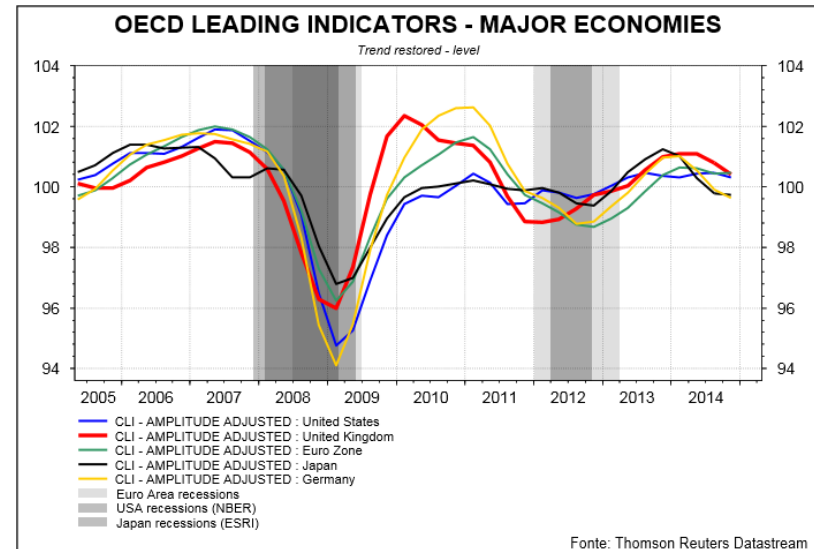
Source: Consensus Economics, Soprarno proprietary research. Revisions, previous month: green paint, upward; red paint, downward.

# Scenario macroeconomico globale



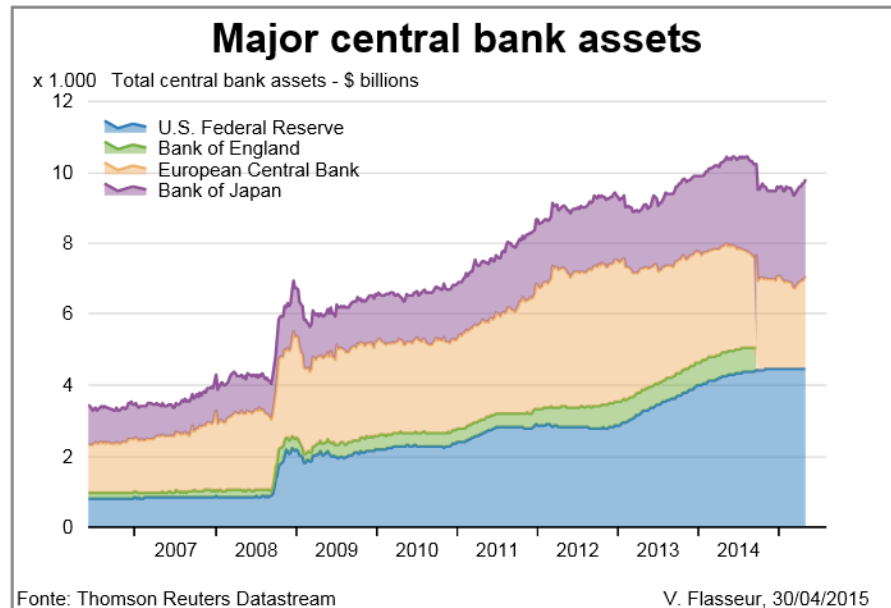
Anche gli indici anticipatori dell'OCSE segnano un appiattimento o una flessione del ciclo economico nelle aree principali. Essendo il risultato di sotto-indici congiunturali e di aspettativa basati sulla domanda, essi costituiscono un indicatore parziale dello stato del ciclo, e quindi non in grado di misurare la dimensione assoluta della dinamica economica in atto. Le politiche monetarie potranno supportare una ripresa dal lato dell'offerta, favorita dal calo dei tassi a zero.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche, suscitando dubbi sulla tenuta delle previsioni di lieve accelerazione formulate a fine anno. In termini di dinamiche della domanda aggregata, le principali aree economiche evidenziano una flessione, con l'eccezione di UK, dove tuttavia la crescita del GDP stenta a tradursi in salari, produttività ed investimenti. Il ribilanciamento in atto nel mercato dei cambi e politiche monetarie aggressive dovrebbero sostenere una svolta.



# Le Politiche Monetarie

Nei mesi scorsi si è accentuata la pressione sulle banche centrali, costrette da un contesto economico globale frammentato a mantenere politiche monetarie ultra-espansive, a fronte di un incremento dei rischi di perdita del controllo delle variabili osservate e delle curve dei tassi. La BCE ha concretizzato gli annunci dei mesi precedenti, confermando l'avvio di un piano di acquisto di strumenti finanziari che incorporano anche i «sovrani», su un orizzonte temporale di 18 mesi, per 60 mld di Euro al mese, per un totale di circa 1.100 mld di Euro. Il focus è ormai sull'allentamento delle quantità di moneta, con rischi crescenti per quanto riguarda la distorsione degli incentivi. Al contempo, sia la FED che la BoE sono apparse più timide riguardo ai tempi e alle modalità del processo di normalizzazione dei tassi, benché la maggiore prudenza non abbia evitato una divaricazione delle aspettative, che sta inducendo un apprezzamento di USD e una maggiore volatilità dei tassi benchmark in USA, Eurozona e UK, che tuttavia tendono ad appiattirsi a «zero».

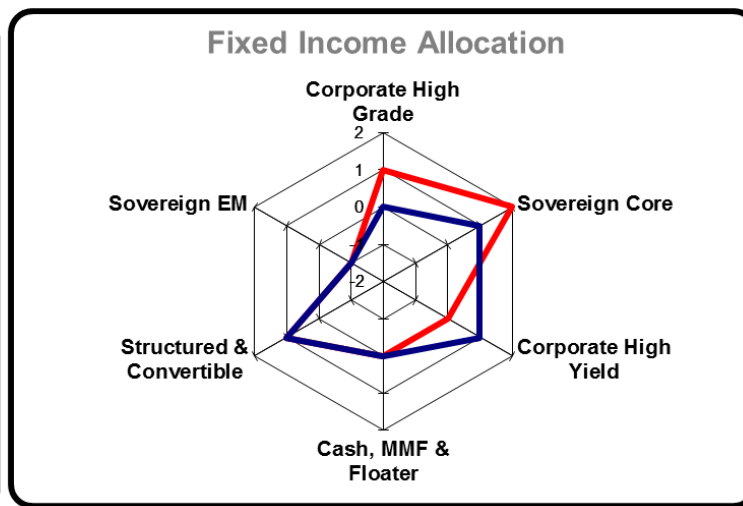
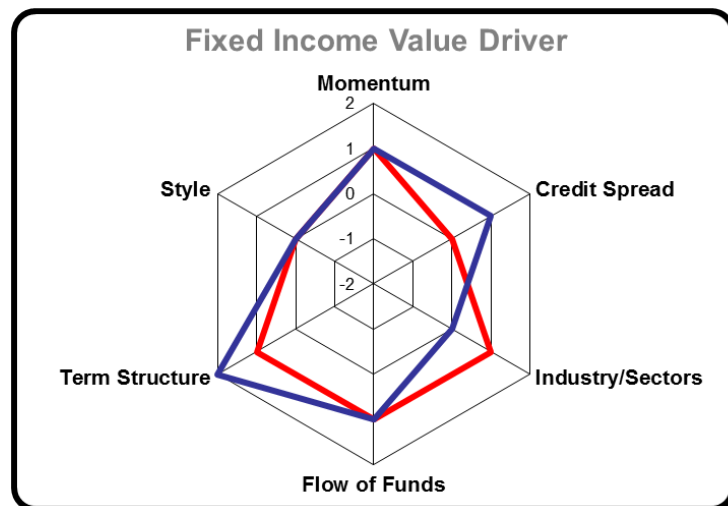


Il problema delle politiche monetarie in questa fase è l'incoerenza temporale e l'inefficacia in presenza di persistenti sottoutilizzi della capacità e dei fattori. Se la crisi economica ha intaccato il lato dell'offerta infatti, l'ampiezza della capacità reale disponibile (lavoro e capitale fisico) riduce la domanda di credito e impedisce l'avvio di un ciclo di investimenti e la ripresa stabile della domanda aggregata. Il peggioramento della qualità degli attivi induce problemi di capitalizzazione degli intermediari e domanda e offerta di credito interagiscono, accelerando il «deleverage».



# Fixed Income Markets: strategia

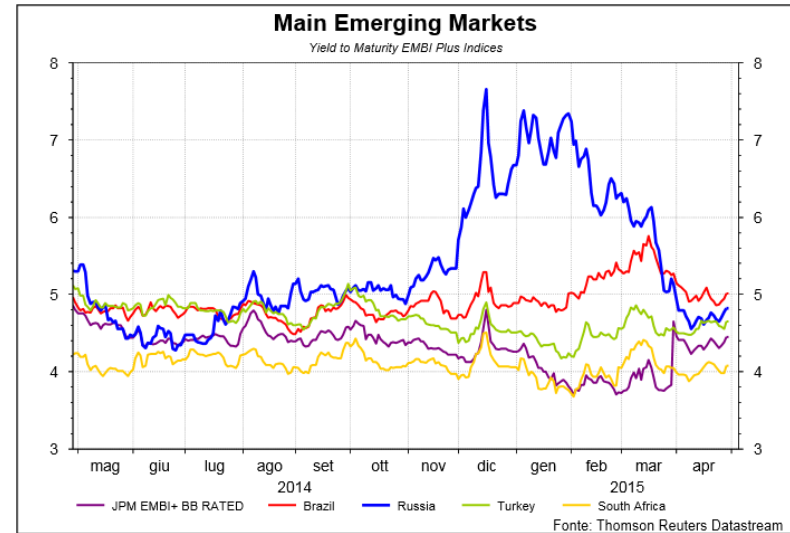
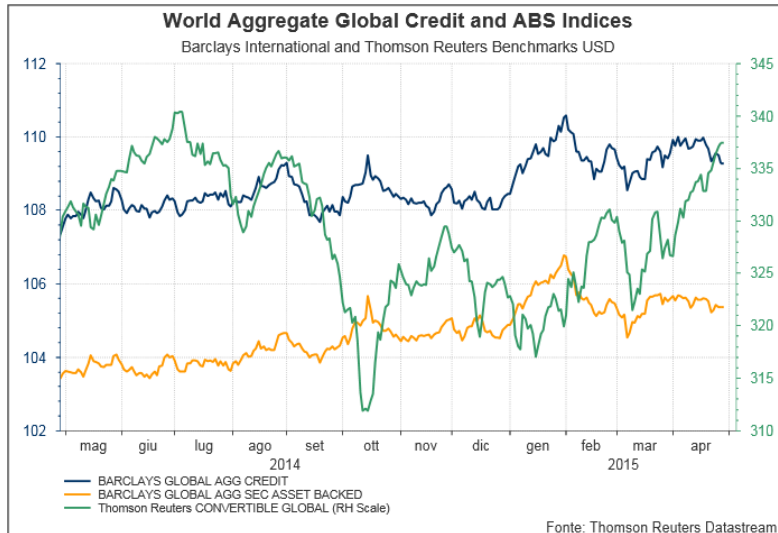
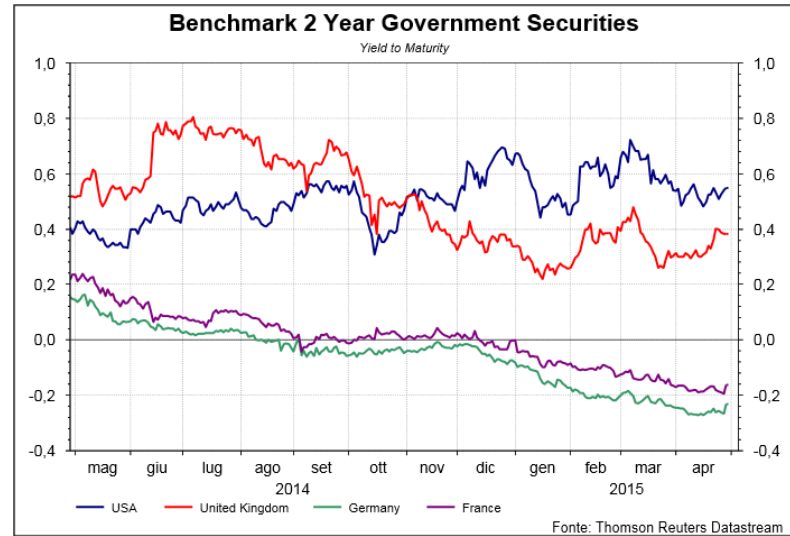
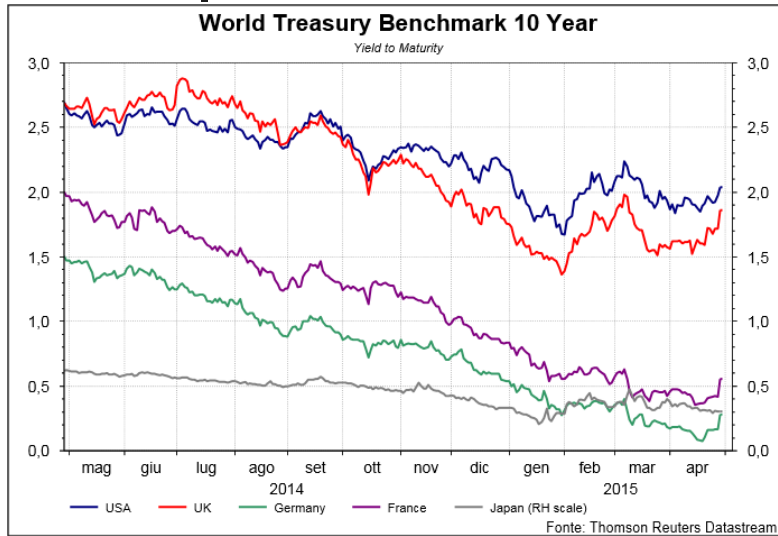
- La posizione sui governativi è rimasta OW duration per quanto riguarda l'Eurozona, sulla base dell'esistenza di un compratore di ultima istanza. E' ovvio che i premi al rischio che guidano gli spread sovrani rimangono in campo, soprattutto a causa della loro volatilità idiosincratca, ma ciò non toglie che i rendimenti facciali possano continuare a flettere;
- La riduzione delle pressioni sui tassi USA ed una moderata discesa di USD sostiene anche i Treasury, ma non ci esponiamo ad acquisti sulla parte lunga della curva USA;
- Sul Credito, accentuiamo il sovrappeso dei Corporate HY (principalmente in USD), dal momento che i livelli attuali di rendimento incorporano un tasso di default prossimo al 50% degli emittenti del settore Oil&Gas, che non si dovrebbe materializzare alla luce della recente stabilizzazione e ripresa dei prezzi dell'intero comparto. Fra i Corporate Investment Grade, preferiamo gli emittenti in Euro, a causa del fattore di polarizzazione dei rendimenti di base costituito dagli acquisti della BCE;
- La nostra classe privilegiata nel settore del credito è quella delle Convertibili, una delle migliori asset class da inizio anno, l'unica parzialmente decorrelata sia dal ciclo economico che dal ciclo dei tassi di interesse.



-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.

# Fixed Income Markets



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 arithmetics

In un contesto macro che rimane riflessivo e poco uniforme nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un ulteriore apprezzamento dell'Equity, ma i driver di sostegno sono ancora le valutazioni, che alla luce di un livello dei tassi di interesse vicini a zero rendono peraltro attraenti gli earning yield.

L'assenza di posizionamenti correlati al ciclo dei fondamentali, vista la frammentazione del ciclo economico globale, ha indotto gli investitori a privilegiare le posizioni opportunistiche, che in termini geografici favoriscono in particolare l'Eurozona, e ancora di più alcuni mercati periferici. L'attenuazione delle tensioni con la Russia ha spinto al rialzo i listini in Germania, dove il ciclo economico può quindi sprigionare le sue forze a pieno regime, sostenendo le quotazioni.

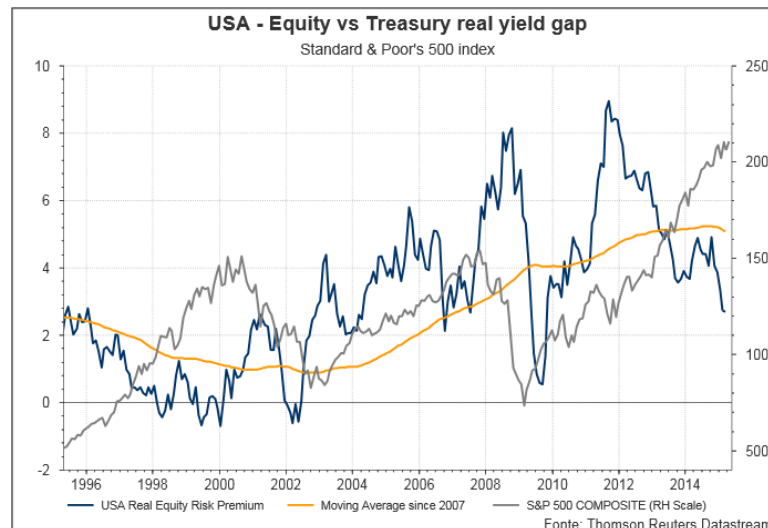
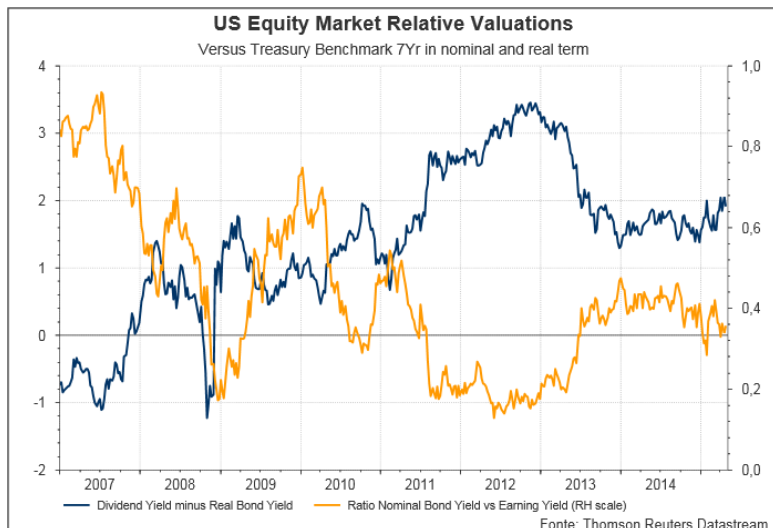
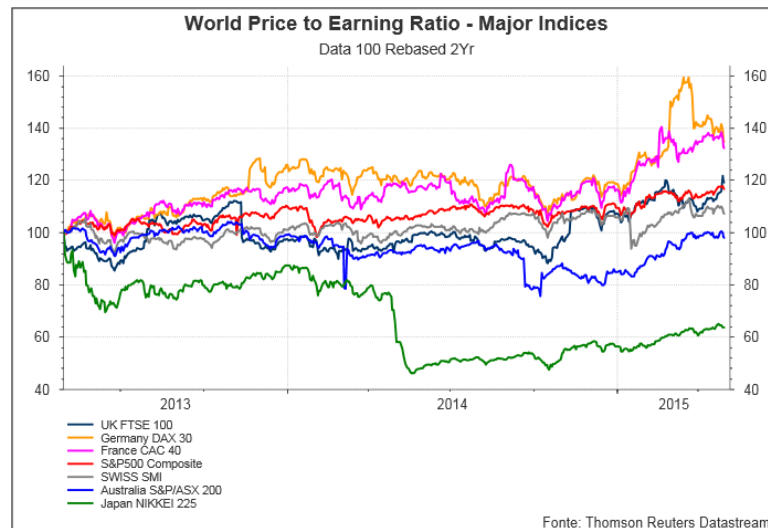
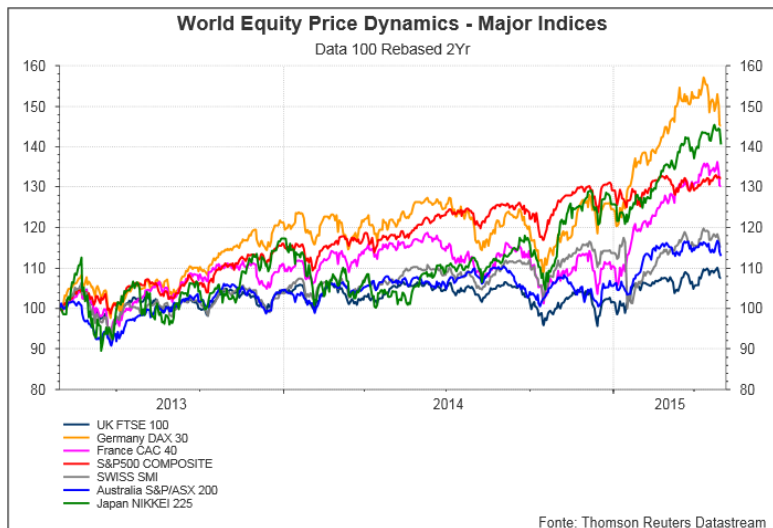
L'Equity Europa ha margini di rialzo significativi: condizioni finanziarie ultra-espansive, indebolimento del cambio, deflazione e bassa volatilità macroeconomica potranno supportare una più elevata crescita dei ricavi e degli utili aziendali (da rotazione verso i consumi). Il driver della performance saranno ancora le valutazioni, e quindi la politica monetaria espansiva potrà supportare un graduale apprezzamento dei listini EMU relativamente ad altre aree.

A livello geografico, le valutazioni sono eccessive in UK e Svizzera, selettivamente negli USA (industriali). Una modesta svalutazione di USD potrà riequilibrare i mercati USA rispetto a quelli Europei, a politica monetaria invariata. Fra i settori, la ricerca di rendimenti sosterrà alcuni difensivi (Healthcare & Pharma), i beni strumentali, i materiali di base ed i consumi; il rifinanziamento degli attivi supporta una blanda ripresa del Real Estate.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price	%chg YOY	Dividend	2015	2016	2017	2015	2016	2017
	28/04/2015	2015	Yield						
<b>S&amp;P 500</b>	2114,76	2,7%	2,4%	7,4%	0,9%	12,8%	18,2	18,0	16,0
<b>S&amp;P GICS Information Tech.</b>	5055,42	6,7%	2,1%	12,1%	7,6%	11,5%	18,4	17,1	15,3
<b>EURO STOXX (EUR)</b>	381,59	19,4%	3,5%	1,3%	17,0%	14,1%	19,8	16,9	14,8
<b>FTSE-100 INDEX</b>	7030,53	7,1%	4,2%	<b>-0,1%</b>	<b>-9,9%</b>	13,6%	15,0	16,6	14,6
<b>TOPIX First Segment</b>	20058,95	14,9%	1,5%	74,1%	7,9%	15,3%	19,1	18,0	15,6
<b>MSCI WORLD INDEX</b>	1364,66	7,0%	2,7%	4,6%	1,8%	12,6%	18,1	17,8	15,8
<b>MSCI EMERGING MARKETS</b>	54064,42	11,8%	2,9%	<b>-3,4%</b>	8,1%	12,5%	14,0	12,9	11,5
<b>MSCI PACIFIC</b>	962,78	13,8%	2,3%	8,3%	7,9%	8,2%	17,2	16,0	14,8
<b>MSCI EM LATIN AMERICA</b>	2275,33	12,7%	2,9%	<b>-6,6%</b>	<b>-4,7%</b>	20,7%	14,9	15,5	12,8

Source: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregates

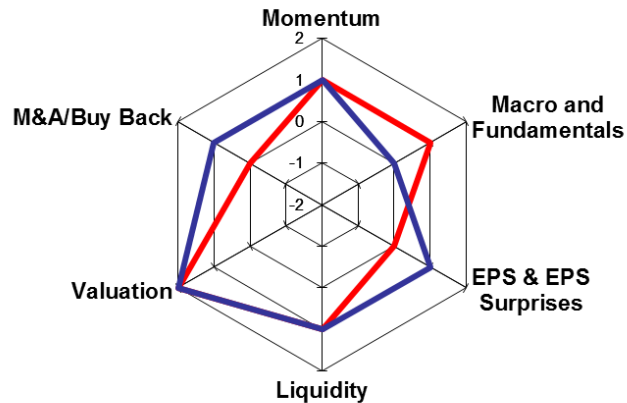
# Global Equity markets



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.

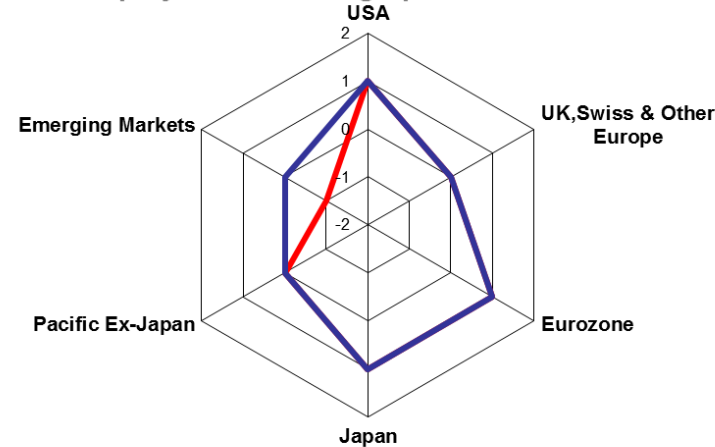
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



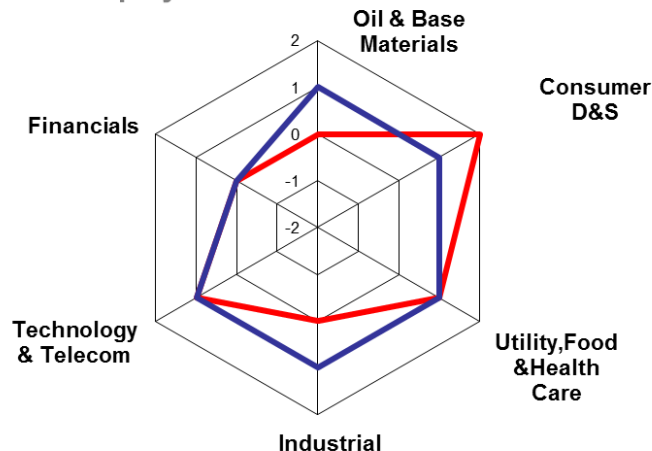
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

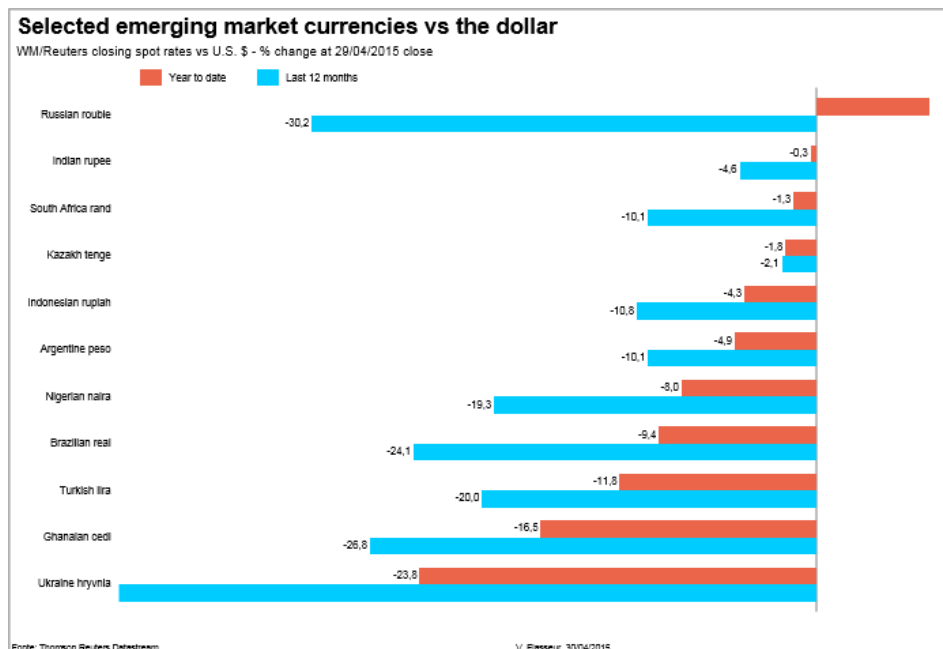


Il ciclo globale è fragile e l'inflazione bassa, ma l'Equity trova sostegno nelle politiche monetarie. La posizione rimane OW sul comparto, per motivi di attrattività relativa. Alcuni fattori di rischio (Grecia, elezioni in UK) ci hanno indotto ad aumentare la selettività geografica, accompagnando lo stock picking alle scelte settoriali. Manteniamo quindi UW i paesi emergenti, frenati dalle difficoltà dei BRIC. Il sovrappeso dell'Eurozona è stato moderatamente ridotto, a vantaggio degli Stati Uniti e in parte minore del Giappone. Fra i settori, valutiamo con attenzione alcuni industriali, i consumi non durevoli, la salute (a causa della ripresa dell'M&A) ed i materiali di base (c'è tensione sul mining).

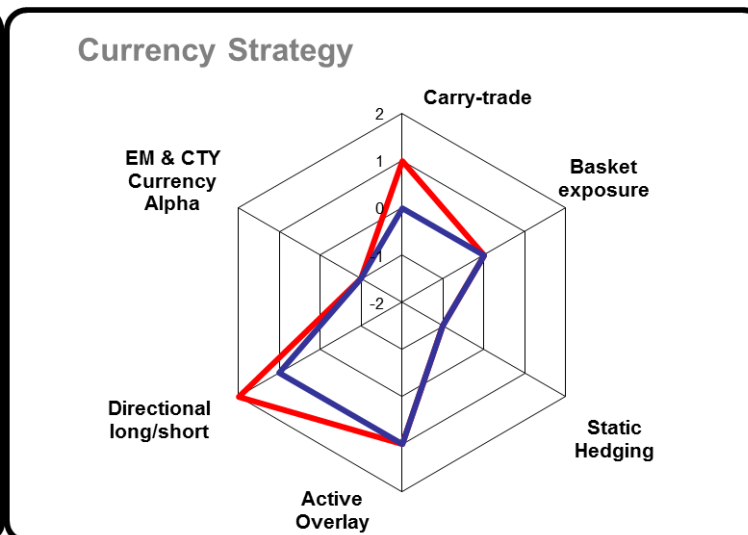
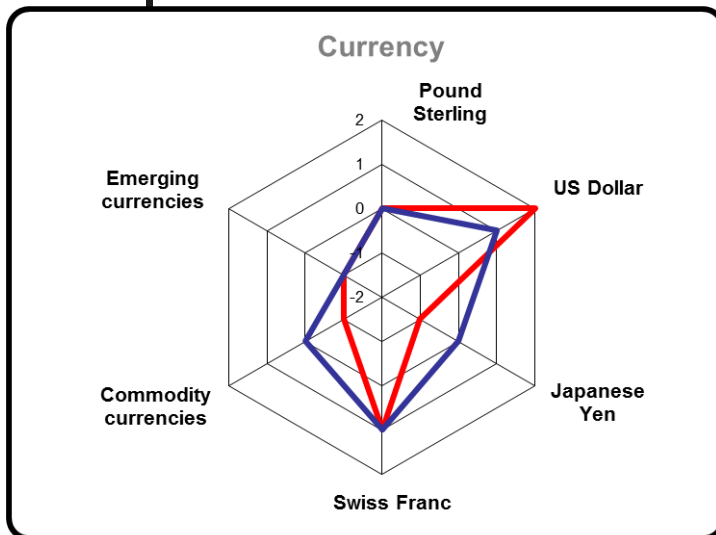
# FX Markets: EM currencies

Mentre si rafforzano i segnali di crescita nei DM, gli EM sono attardati nella fase di aggiustamento avviata a maggio del 2013. Osserviamo in particolare tre linee evolutive: a) un primo gruppo di paesi è impegnato nel contrasto di squilibri macroeconomici che costituiscono il lascito della precedente fase di sviluppo, in particolare gli elevati deficit di parte corrente e gli alti tassi di inflazione: la necessità di perseguire politiche restrittive ne riduce la capacità di generare una ripresa stabile; b) un secondo gruppo di paesi produttori di materie prime, che continua a soffrire di una ricomposizione della domanda globale e di una diffusa frammentazione dell'offerta che ne penalizza l'export netto; c) un terzo gruppo di paesi i cui settori vocati alle esportazioni manifatturiere beneficiano di una graduale ripresa della domanda globale di consumo. Brasile, Russia, Venezuela e Sud Africa sono paesi più negativamente impattati dai fenomeni sotto (b) e (c). Corea, Taiwan, Singapore, Messico e Polonia sono quelli che riteniamo in grado di cogliere la ripresa dei paesi sviluppati (c). Cina, India e Turchia sono paesi con politiche restrittive, ma positivamente esposti ai bassi prezzi delle commodity e alla ripresa della domanda DM.

Ci pare prematuro aprire posizioni strategiche sulle divise EM, a causa dei rischi locali, e di driver globali negativi come il rafforzamento di USD e la conclamata debolezza del ciclo in Cina. Mancano segnali che diano indicazioni direzionali univoche ai FX manager. Con la lenta stabilizzazione dei prezzi del petrolio e con il QE in Europa la volatilità globale è attesa attenuarsi, e con essa le EM currency potranno avere respiro, e magari rimbalzare se si raggiungesse un accordo fra Grecia ed UE.

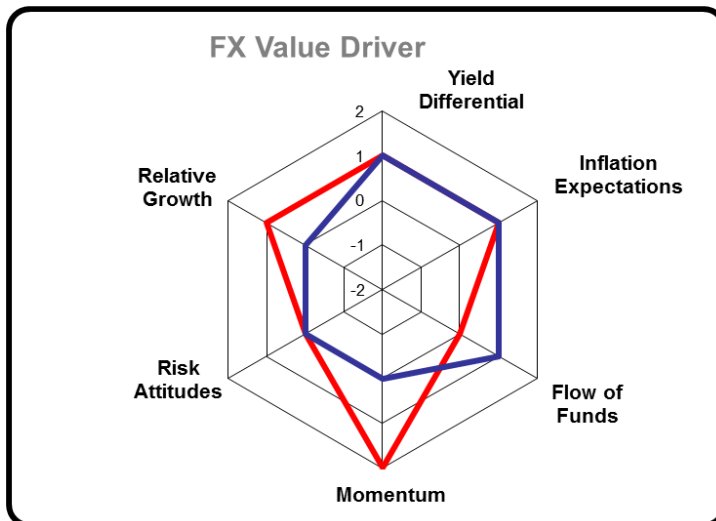


# FX Markets: strategia



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

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

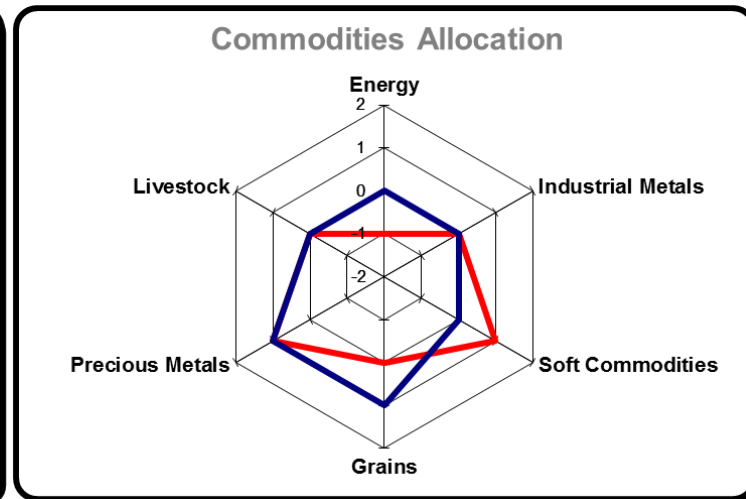
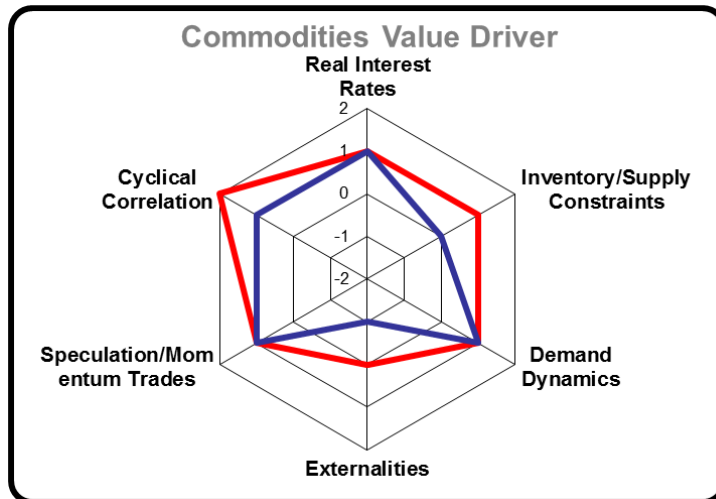


La posizione long USD è stata gradualmente ridotta, ed il basket oggi comprende GBP, JPY e ILS. Al contempo, abbiamo aperto una posizione short USD su basket CAD, CHF, SEK, KRW, NZD. Su GBP abbiamo una posizione neutrale, mentre su CHF/EUR siamo più aggressivi, per target 0,97-0,95-0,93 a 3-6-12 mesi. Nonostante il recente rimbalzo, EUR rimane debole contro USD, nel range 1,1040-1,0490 a 1-3 mesi, mentre la posizione contro GBP rimane neutrale. JPY è in fase di stabilizzazione, e noi ci manteniamo neutrali intorno a quota 120 per USD. Sulle EM la posizione è «net short», a causa di fattori macro e di bilancio che ne impediscono una ripresa.



# Commodity Markets: strategia

- L'insoddisfacente andamento del quadro macro ci induce a mantenere il sottopeso del comparto;
- La posizione tattica aperta a inizio anno sui metalli preziosi è stata sensibilmente ridotta con il rafforzamento del USD; manteniamo una limitata esposizione sull'Oro, al fine di bilanciare un possibile e modesto indebolimento di USD nelle prossime settimane, ed anche il delicato passaggio, che potrà avere limitati effetti sistemici, delle negoziazioni con la Grecia;
- Le difficoltà stagionali e meteorologiche cominciano ad avere un certo impatto sulla dinamica dei prodotti agricoli; non è sufficiente per aprire una posizione decisa al rialzo, ma guardiamo con attenzione ai prezzi del Mais e dei semi di Soia con orizzonte 3-6 mesi;
- Siamo più confidenti su una ripresa dei prezzi dell'energia, in particolare dei raffinati, perché qui le scorte sono notevolmente diminuite, giusto in corrispondenza dell'avvio della driving season; manteniamo una posizione al rialzo su benzina e diesel, per orizzonte 3 mesi.



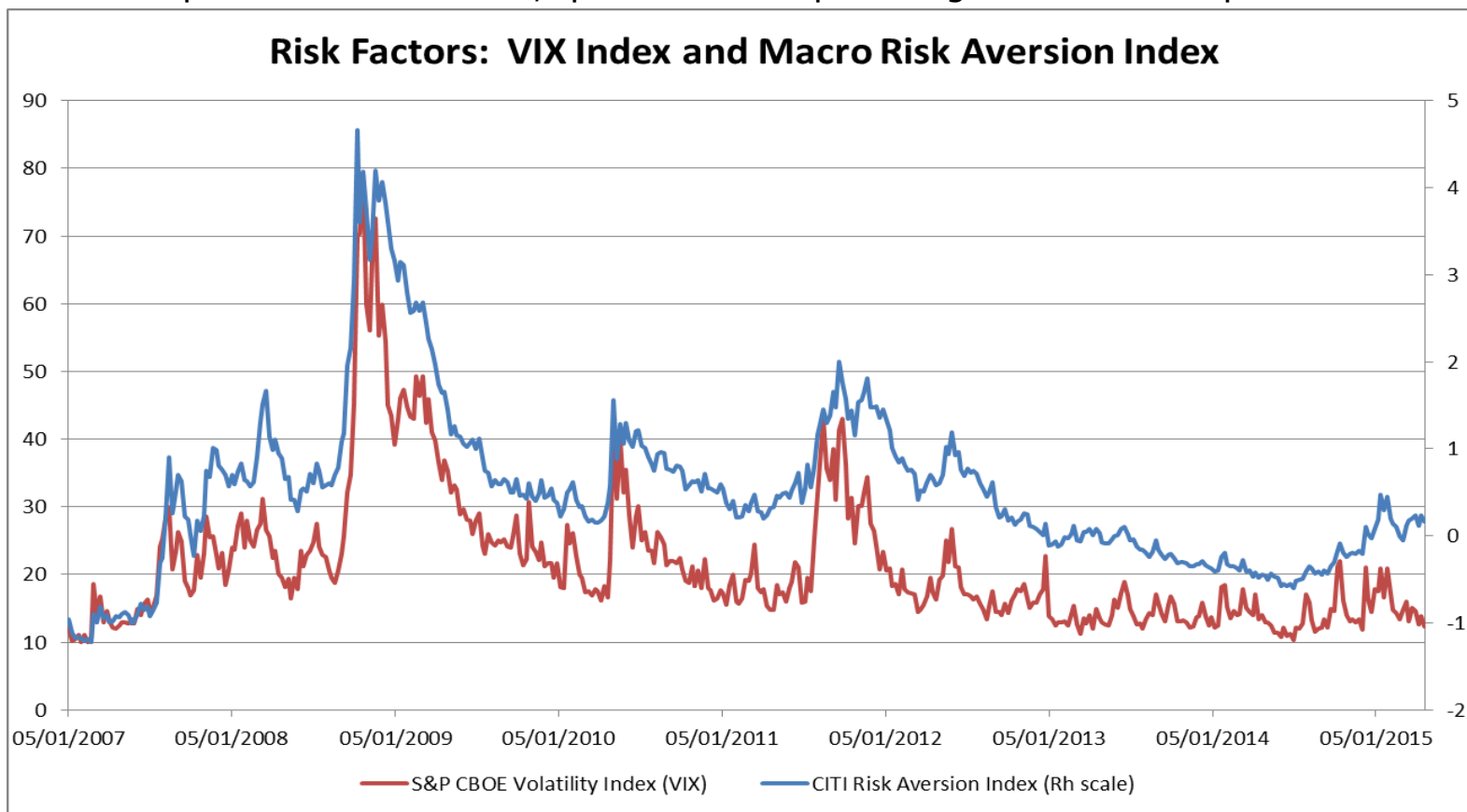
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo      rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

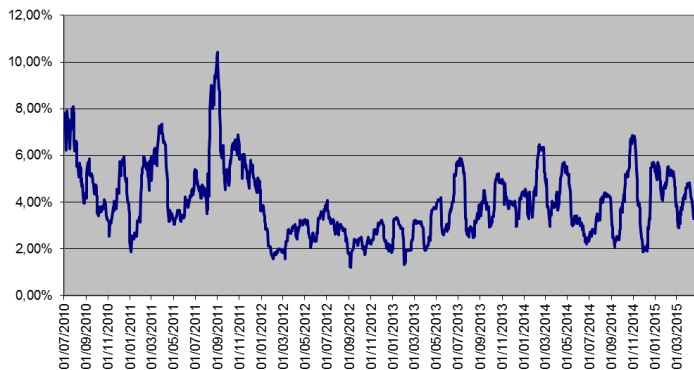
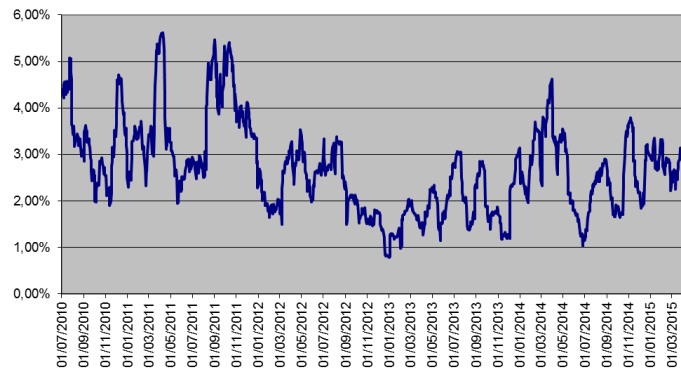
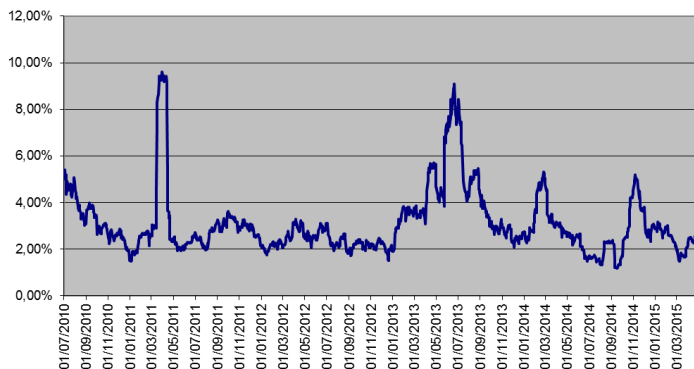
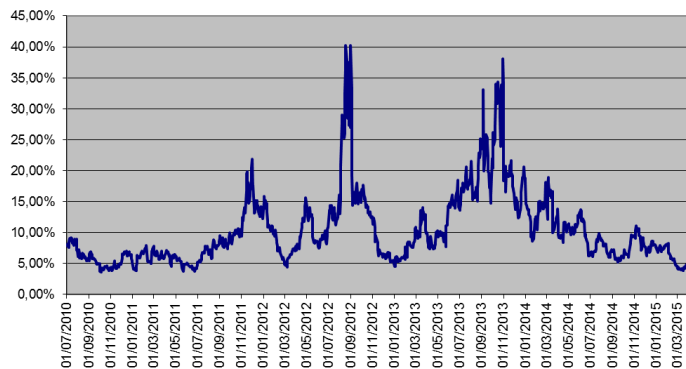
Sia pure in graduale risalita, gli indici che misurano la rischiosità macroeconomica rimangono molto al di sotto delle medie storiche, mentre la volatilità di mercato tende a scendere e si attesta sui minimi dal 2013. Il contesto rimane pertanto favorevole all'accumulazione di rischio nei portafogli, ma il driver che nel tempo potrà indurre più ampie rotazioni degli attivi è adesso quello macroeconomico, specialmente sorprese negative diffuse da questo fronte.



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

I livelli di avversione al rischio sono in graduale risalita in Giappone e nell'Eurozona, mentre sono in decisa discesa negli USA: ciò sembra suggerire una possibile accentuazione della rotazione geografica da poco in atto verso l'Equity americano, che comunque rimarrebbe di moderata intensità, alla luce delle dimensioni contenute delle variazioni degli indicatori.

**Risk Aversion Index - USA**

**Risk Aversion Index - Germany**

**Risk Aversion Index - Japan**

**Risk Aversion Index - Italy**


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 Market Model Macro Trend

## GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

Macro Asset Classes	tactical view	strategic view		tactical view	strategic view
<b>EQUITY INDICES (local currency)</b>			<b>CORPORATE BONDS, STRUCTURED &amp; SPREADS</b>		
USA & CANADA	+	+	CORPORATE HY EUROPE	=	+
EUROZONE	++	+	CORPORATE HY USA	+	+
UNITED KINGDOM	-	=	CORPORATE HG EUROPE	+	=
SWITZERLAND	=	=	CORPORATE HG USA	+	=
EUROPE - NORDIC COUNTRIES	=	+	CORPORATE EM	-	-
JAPAN	+	+	SOVEREIGN EMU SPREAD	=	+
EM - ASIA	=	+	STRUCTURED & CONVERTIBLES	++	+
EM - LATAM	-	-	<b>FOREIGN EXCHANGE (€uro cable)</b>		
EM - EAST EUROPE	-	=	UNITED STATES \$	+	++
<b>GOVERNMENT BONDS &amp; SUPRANATIONAL (prices)</b>			BRITISH POUND	-	+
USA	=	-	JAPANESE YEN	=	-
GERMANY (EMU)	=	=	SWISS FRANC	+	+
JAPAN	=	-	COMMODITY CURRENCIES	-	=
UNITED KINGDOM	-	-	HY&EM CURRENCIES	-	-
EUROPE - OTHERS	=	=	<b>COMMODITIES (GSCI indices)</b>		
EMU (ITALY & SPAIN)	+	+	GRAINS	=	+
EMU (OTHER NON CORE)	=	+	SOFT COM. & LIVESTOCK	-	+
CEEMEA	-	=	ENERGY	=	-
SOVEREIGN EM	-	-	INDUSTRIAL	-	+
SUPRANATIONAL	=	+	PRECIOUS METALS	=	-

Key: ++ very positive + positive = neutral - negative -- very negative