

Aprile 2016



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

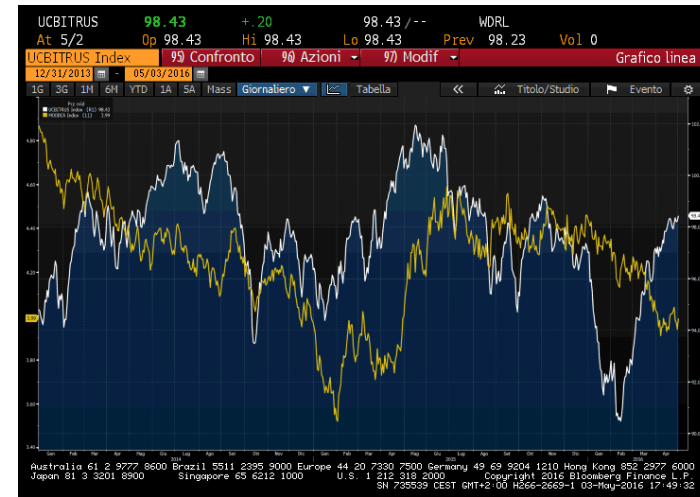
- Il quadro economico evidenzia fragilità diffuse, e conferma crescenti spinte recessive, in alcuni casi conclamate (Brasile, Argentina, Venezuela, Russia e da ultimo Giappone), in altri casi latenti (le probabilità di un segno negativo per un paio di trimestri negli USA sono poco al di sotto del 30%).
- Nell'Eurozona la dinamica del GDP resta intorno a +1,5%, ma i recenti andamenti congiunturali (PMI manifatturiero, indici di fiducia, inflazione) e i prossimi passaggi politico/istituzionali, uniti alla persistenza della crisi in alcuni EM, obbligano ad una continua revisione al ribasso delle stime
- L'impegno della banche centrali a mantenere un «easing bias» è aumentato, ed è motivato dai rischi che l'instaurarsi di un periodo prolungato di stagnazione e di bassa inflazione possa destabilizzare l'ambiente economico e i mercati finanziari. Le autorità monetarie hanno perduto forza sulle aspettative, benché i livelli di accomodamento non siano mai stati così ampi, accentuando le problematiche di controllo del meccanismo di «trasmissione» e più in generale dell'efficacia dell'azione di policy.
- Pertanto, per il 2016 si conferma che la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma appiattita sui già contenuti livelli del 2015. Riteniamo troppo ottimista il consenso su tutto il complesso dei paesi G7, e confermiamo che il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-poteniale, su cui peserà il profilo decrescente di produttività e investimenti privati e pubblici.
- Negli EM i problemi di controllo del cambio, dovuti al deleverage dai precedenti eccessi creditizi, rallentano l'aggiustamento. La ripresa dei prezzi delle commodity, connessa ad una modesta svolta nelle costruzioni in Cina, potrebbe indurre una più rapida uscita dalla recessione di Brasile e Russia.
- Immaginiamo una instabilità economica persistente: i rischi per la crescita limiteranno le divergenze delle politiche monetarie, ma una loro sostanziale inefficacia prospettica potrà ancora alimentare **incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo ampie e frequenti correzioni dei mercati.**

# Mercati finanziari andamenti

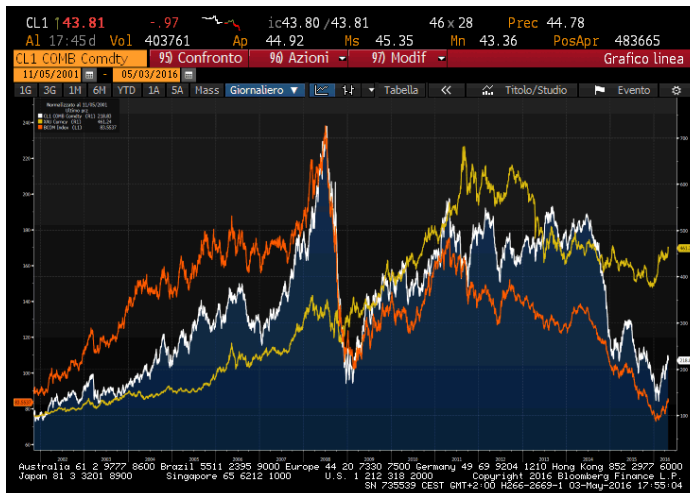
## MSCI Equity EM & DM



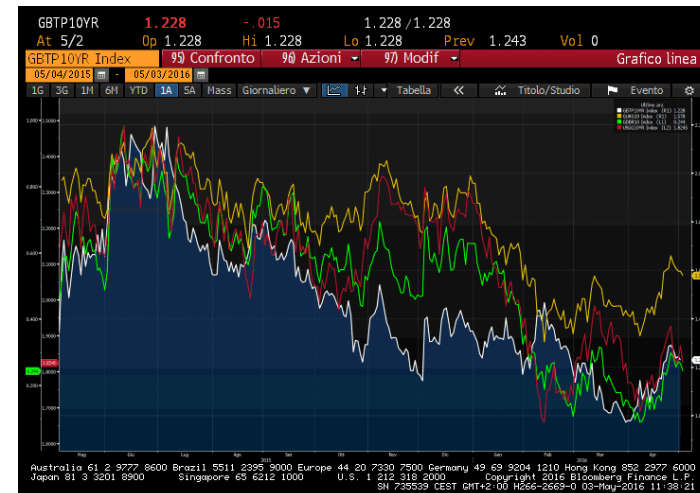
## Corporate & Convertibles



## Commodity Index, WTI & GOLD



## Sovereign Benchmark



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.

Nel mese di aprile i mercati hanno continuato a sperimentare prevalenti tendenze al rialzo, ma l'umore degli investitori è sembrato mutevole e meno incline alla compiacenza verso le brillanti performance di tutte le asset class registrate in marzo. Si sono pertanto osservate giornate di elevata volatilità, con oscillazioni marcate e con più frequenti cambiamenti di segno nei listini anche all'interno della stessa sessione. Tale più accentuata sensibilità è a nostro avviso dovuta ad uno scenario macroeconomico che è andato progressivamente peggiorando (rispetto a previsioni di consenso ancora troppo ottimistiche), e che ha trovato conferma di una diffusa debolezza nei dati sugli utili, che per il solo indice S&P500 sono scesi in termini tendenziali di oltre il 7,0%. Ora, se si considera che i listini americani sono anche quelli che hanno performato meglio in aprile, si ha l'esatta percezione dell'incertezza che caratterizza il quadro di investimento, il cui unico sostegno resta evidentemente al momento l'azione delle banche centrali. E' anche chiaro che, fino a quando fattori occasionali e/o di puro mercato sostengono gli acquisti, mentre i fondamentali economici del valore si deteriorano, l'ascesa dei prezzi non può che assumere il carattere di «gioco o scommessa», come tale caratterizzata da una estrema «tecnicità e volatilità»: certamente non un buon viatico per la generazione di valore stabile nei portafogli. Da questo punto di vista osserviamo comunque che il quadro di riferimento è profondamente mutato rispetto al bimestre «difficile» di gennaio-febbraio; come è noto, i fattori causali di quel disastroso avvio di 2016 erano sostanzialmente tre: a) il deleverage in Cina; b) lo squilibrio nei mercati dell'energia; c) una FED molto aggressiva sul passo della normalizzazione. Ne erano conseguiti i crolli sui mercati azionari ed emergenti, l'impennata dei credit spread nel segmento Corporate HY, i crolli dei prezzi delle commodity. Adesso il quadro si è invertito: la Cina, grazie anche agli stimoli delle autorità e della PBoC, sta consolidando, le commodity sono salite proprio grazie alla ripresa di alcuni settori in Cina (anche se sull'energia la bilancia resta squilibrata), la FED è di nuovo cauta. E quindi gli investitori perseguono il «momentum» accumulando nuovamente credit spread e duration, EM assets, Equity ciclico, divise EM contro USD. Quello che non fanno è scaricare la volatilità: lo avevano fatto a marzo, ma in aprile questo non è avvenuto, e infatti i livelli di avversione sono saliti. Sugeriamo approcci improntati alla cautela.

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.

# Produttività, GDP e ciclo globale

I dati di domanda aggregata per macroaree dimostrano che l'economia globale sta rallentando sensibilmente: nel Q4-2015 il GDP mondiale (rivisto a fine aprile) è cresciuto del 1,8% (+1,2% i DM e +2,9% gli EM), nel Q1-2016 la crescita è attesa al +1,9% (+1,3% i DM e +2,9% gli EM). L'erosione del ciclo economico, in linea con le nostre stime, giustifica alcuni fenomeni caratteristici di questa fase:

1. La debolezza ed i crolli dei mercati delle attività;
2. La bassa inflazione/deflazione;
3. La alta volatilità macroeconomica e valutaria (con USD forte);
4. Le politiche monetarie ultra-espansive.

L'indebolimento strutturale del ciclo dipende a nostro parere dalla bassa produttività: essa è in calo dal 2003 in tutto il complesso dei paesi industrializzati, nonostante il crollo del numero degli occupati dopo la grande crisi. Peraltro, la produttività del lavoro pesa l'85% nell'indicatore, essendo il residuo 15% la TFP (total factor productivity, ossia tecnologia, innovazione, skill, infrastrutture e tutele legali del business), che notoriamente cresce soltanto con un ciclo di investimenti (che non si è osservato).

Dalla bassa produttività seguono alcuni esiti macroeconomici avversi:

- Si riduce la crescita potenziale del GDP;
- Aumentano i rischi di inflazione;
- Aumentano i rischi di recessione;
- Si indeboliscono le commodity e l'equity;
- Si riducono i rendimenti dei bond sovrani e, in parte, aziendali.

# ....segue Produttività, GDP e ciclo globale

.....ma anche effetti microeconomici e di mercato altrettanto negativi:

1. Si indebolisce la dinamica della crescita dei profitti e dei margini aziendali;
2. Si riducono i multipli di mercato, e con essi i prezzi delle azioni secondo la nota formula semplificata per la quale  $P = E/(r-g)$ , dove  $E$  è l'utile, « $r$ » il tasso di sconto (che riflette tasso base, rischio e volatilità del sottostante) e « $g$ » il tasso di crescita dei profitti (che riflette la produttività dei fattori).

L'attuale contesto macro, caratterizzato da una caduta del prodotto potenziale e da un elevato livello di capacità inutilizzata, deprime l'utile: a minore reddito privato corrisponde infatti una minore elasticità dei consumi e una contrazione dei livelli di domanda finale aggregata (che comprende gli investimenti). La minore profittabilità delle imprese ne rende l'attività più rischiosa, e i premi al rischio più elevati e instabili, provocando una caduta del tasso di crescita dei profitti di lungo termine.

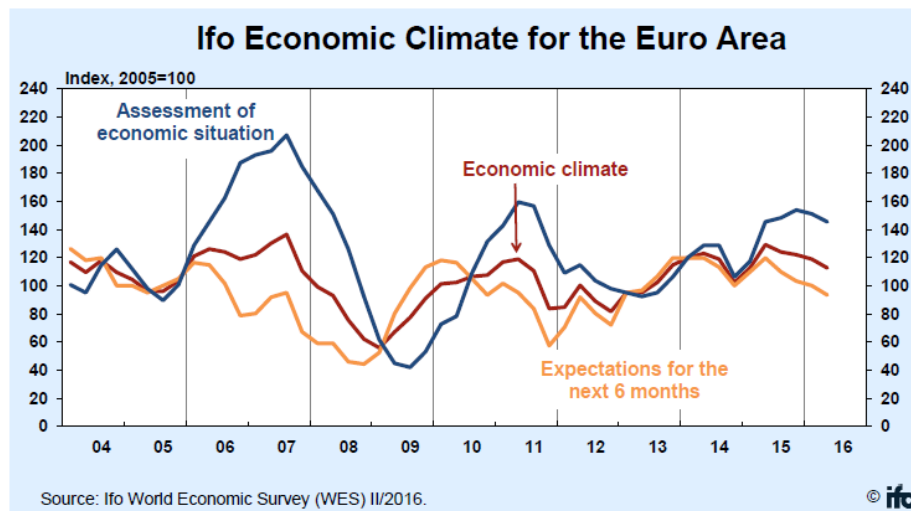
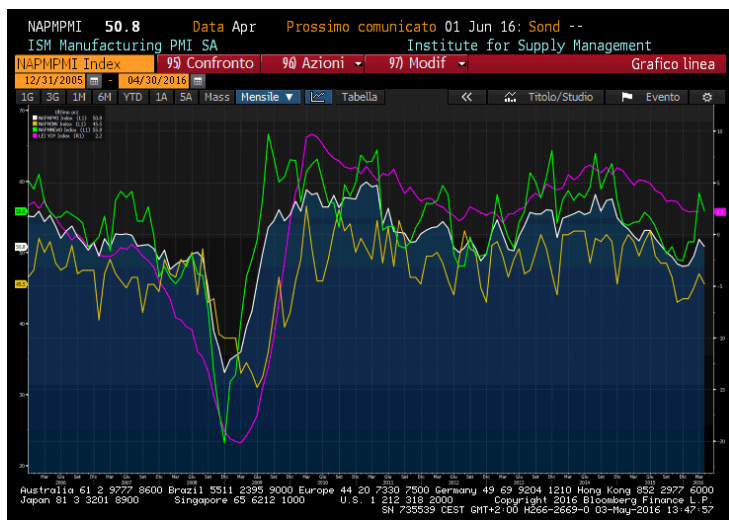
Ci sono quindi, secondo la nostra analisi, fattori di natura strutturale, macro e micro economici, che da un lato rendono i rimbalzi dei prezzi di mercato molto fragili, dall'altro inducono gli investitori istituzionali a perseguire posizionamenti di breve termine (prevalenza della tattica sulla strategia).

Ne consegue che, nel breve termine, incertezza e posizioni sotto-esposte fra gli investitori istituzionali creano le condizioni per un rimbalzo (è momentum che non si è disposti a perdere, dopo un avvio di anno disastroso per le performance), ma dal punto di vista dei fondamentali economici del valore tale recupero ha scarso spessore, o quanto meno può durare fino a quando la massiccia azione delle banche centrali è sufficientemente omogenea e sufficientemente continua per contenere la volatilità dei mercati, riducendo in tal modo la componente « $r$ » del fattore di sconto dell'uguaglianza sopra stimata, dato « $g$ » stabile e su bassi livelli storici, quando non in calo ulteriore.

Gioco forza, finché dura l'abbrivio, Credito e EM Equity troveranno ancora buone performance.

# Quadro generale: macro trend

- La crescita globale procede a passo moderato, ed evidenzia criticità crescenti già solo nel mantenere il debole profilo del 2015: a) negli USA, gli indici anticipatori perdono trazione, mentre l'indice ISM segnala una eccessiva dipendenza dal ciclo ordini/scorte, che rende volatile il GDP; b) nell'Eurozona gli indicatori di clima IFO stanno peggiorando, nonostante la tenuta del GDP, anticipandone una flessione; c) l'inflazione di fondo continua a scendere, alimentando ipotesi di deflazione diffusa, a causa di elevati output-gap rispetto al potenziale pre-crisi; 4) i paesi emergenti risentono di un'attività economica stagnante nei paesi industrializzati, e si aggiustano dai precedenti eccessi con molta lentezza, retroagendo sul ciclo internazionale in negativo.
- Non crediamo che il quadro descritto potrà cambiare nel futuro prevedibile, anche alla luce delle recenti revisioni al ribasso operate dal FMI: il GDP globale è atteso a +2,2% nel 2016 (i DM cresceranno del +1,4%), e su livelli leggermente migliori nel 2017 (+2,6% e +1,7% i DM); il complesso degli EM è stimato in crescita del 3,4% e del 3,7% rispettivamente.



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 e i mercati

Al quadro sopra delineato hanno risposto le banche centrali (BCE, FED, BoJ, Norges Bank, PBoE, SKNB, RBA fra le più importanti), aumentando il grado di accomodamento o comunicando al mercato l'intenzione di prendersi una pausa e/o ripensare l'intera architettura della politica monetaria (assetto strategico, operativo e di comunicazione).

Nelle decisioni intraprese di recente sta una sospensione di quella che taluni avevano definito «currency war», a dimostrazione che il malessere macroeconomico è diffuso, e dalla malattia è forse più facile uscire cooperando (ancorché non si intravedano spazi per altre politiche nell'attuale contesto istituzionale e di controllo).

Segnatamente, la BCE sta cercando di rivitalizzare il «credit channel» della politica monetaria, vista la sostanziale inefficacia del canale dei tassi; la maggiore attenzione ai meccanismi di finanziamento diretto dell'economia (acquisti di corporate bonds non financial e TLTRO a tasso marginale pari a quello sui depositi overnight) riduce anche la pressione sull'Euro, che è meno indotto a deprezzarsi.

La FED ha definitivamente ridotto il numero delle possibili manovre di rialzo dei tassi, che nel corso del 2016 sono passate da 4 a 2, senza che nel frattempo si sia assistito ad un indebolimento dei dati economici (anzi i dati sul mercato del lavoro sono migliorati e la core inflation è lievemente salita) e sviluppi avversi dei prezzi domestici, ma solo perché gli sviluppi economici e finanziari globali continuano a generare rischi per gli obiettivi di crescita sostenibile degli stessi USA.

La decisione della FED è stata importante, perché ha ridotto le incertezze (connesse alle decisioni prese a dicembre 2015) riducendo le pressioni sulla term structure americana e inducendo un deprezzamento di USD. Ne hanno beneficiato l'equity EM, alcune materie prime a cominciare dalle Energy, e le valute EM e Commodity CCY (a causa delle correlazioni inverse con gli asset americani e della chiusura delle posizioni basket e carry «long USD-short EM e Commodity»). Meno intuitivo l'andamento di Oro e Argento, entrambi saliti, se non tenendo conto delle storiche correlazioni inverse con un USD debole.

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.



# La ripresa degli EM ha radici fondamentali?

Da quanto sopra emerge un quadro che rende scarsamente sostenibile a medio termine la recente ripresa dei mercati azionari EM. Sconsigliamo pertanto di fondarci una strategia di largo respiro, dal momento che il quadro macro locale ed esogeno resta fragile, e che un accentuato ricorso a strumenti monetari adesso rende progressivamente meno perseguibili gli stessi strumenti nel futuro prevedibile.

Le logiche di sostenibilità dei prezzi delle azioni degli EM sono infatti le stesse dei DM: prospettive di crescita stabile dell'attività economica a parità di tassi di interesse sostengono le valutazioni, e quindi i multipli, facendo salire i prezzi; al contrario, prospettive di crescita debole li deprimono.

Al contempo, la volatilità macroeconomica, rendendo instabili i mercati, fa da acceleratore nel caso in cui l'orientamento del «sentiment» degli istituzionali sia strutturalmente ribassista.

Se quest'ultima si attenua, ad esempio per effetto dell'azione non convenzionale delle banche centrali, e se la politica della FED in particolare abbatte le attese di tassi più elevati, deprimendo il USD, le divise e le azioni EM salgono diffusamente, auto-sostenendosi a vicenda (posizionamento «FX neutral»), al fine di ritrovare valutazioni più in linea con fattori di rischio sistemico temporaneamente venuti meno.

La flessione della volatilità macroeconomica contribuisce anche a smorzare la negatività verso tutto il complesso delle commodity (anche se nel caso di specie sono stati i colloqui informali Russia-Arabia Saudita riguardo ad un blocco della produzione di greggio ai livelli attuali, a spingere al rialzo le materie prime nel loro complesso), ottenendo al contempo ulteriore spinta dal migliorato quadro di mercato.

Se assumiamo che molto del movimento positivo di breve abbia origine nelle dosi massicce di farmaci iniettati nel sistema dalle banche centrali, in assenza di altre politiche e di una svolta nel quadro domestico dei paesi emergenti (a cui non crediamo nel futuro prevedibile), riteniamo che il quadro resti caratterizzato da instabilità, anche se nella ricomposizione di un portafoglio votato alla rendita piuttosto che alla rivalutazione dei prezzi (defensive income strategy), gli EM non possono ora rimanere UW.

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.

# ....è finito il ciclo ribassista delle commodity?

Tutto il complesso delle commodity ha continuato a salire dai minimi di febbraio, pur continuando a stazionare sul flessso storico inferiore degli ultimi tredici anni.

La ripresa del petrolio e più in generale dei raffinati è la causa principale del movimento, che tuttavia è avvenuto senza un effettivo miglioramento dei fondamentali: il livello delle scorte continua a salire, anche perché le raffinerie e la riserva strategica hanno aumentato la domanda di grezzi in vista della chiusura di primavera per le manutenzioni; aumentati anche gli stock galleggianti nel Nord Europa.

Inoltre, le correlazioni dinamiche con USD in generale flessione, ancorché non accentuata, sostengono una ripresa di breve termine (e probabilmente di medio termine) di gran parte delle materie prime.

Sul petrolio hanno giocato certamente a favore della ripresa anche delle esternalità, in particolare i colloqui fra Russia e Arabia Saudita per congelare i livelli produttivi ai livelli attuali: il solo fatto dell'annuncio degli incontri in corso ha contribuito ad attenuare le pressioni di natura speculativa, ma al contempo occorre segnalare da un lato che bloccare la produzione non vuol dire ancora ridurla (il gap con la domanda è di circa 2Mil/bbl per giorno in più), e che comunque questo non impedirà all'Iran di entrare sul mercato con almeno 500k/bbl per giorno e alla «nuova Libia» di immetterne altri 400k.

Con un livello di scorte storicamente ai massimi di sempre, e con l'avvio della stagione calda nell'emisfero nord, senza che la bilancia domanda/offerta si sia davvero riequilibrata, le prospettive restano sostanzialmente negative per l'energia e più in generale per i metalli ciclici.

Riteniamo tuttavia che l'attenuazione della volatilità macro e sui mercati Forex (grazie alle banche centrali) possa indurre valutazioni più serene delle commodity, riducendone l'instabilità e inducendo un consolidamento del WTI fra i 39 e i 46 USD/bbl. I minimi già sperimentati in febbraio non dovrebbero più materializzarsi, ancorché le posizioni Energia e Metalli Industriali rimangano mediamente UW.

# Il credito e i governativi: quale trend?

La decisione aggressivamente espansiva della BCE da un lato, ed il commitment della FED su una traiettoria di un processo eventuale di normalizzazione dei tassi di policy più in linea con i crescenti rischi macro-sistemici, hanno spinto i governativi su rendimenti in linea con un profilo recessivo.

Negli USA la flessione dei cosiddetti «dots» dichiarata da fonte ufficiale àncora il front-end della curva sovrana e contiene i premi di inflazione nella parte lunga, appiattendolo il profilo della term-structure.

In Europa, il massiccio programma di «credit easing» della BCE, realizzato attraverso un incremento qualitativo e quantitativo dell'impegno all'acquisto di carta in Euro, impatterà primariamente sui governativi: 20mld per mese in più (80 complessivi), avendo la stessa banca centrale annunciato che gli acquisti di Corporate Bonds non finanziari inizieranno dopo la metà di giugno, scaricano il compratore di ultima istanza (la BCE) di fatto sui governativi di mercato secondario.

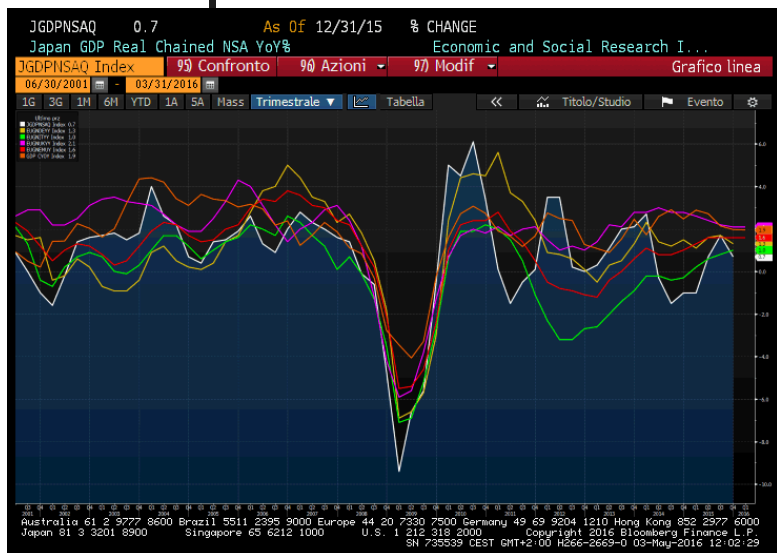
Va tenuto conto che nel prossimo bimestre ci saranno importanti passaggi politici nella UE: l'Eurogruppo del 9 maggio dovrà decidere sulle regole per consentire ad Atene di avere il via libera sul pacchetto di aiuti già stanziato; in UK si terrà il referendum sul Brexit a fine giugno; in Spagna ed in Italia sono previste importanti elezioni generali e/o locali. In tal senso potranno risultare preferiti i Bund e gli OAT.

Acquisti di Corporate Bonds, che esprimono spread creditizi nel complesso coerenti e con rischi di recessione più elevati degli attuali (stimiamo un 30% di probabilità per gli USA), si diffonderanno anche al mercato americano, che beneficerà inoltre di una significativa attrazione dall'avvio degli acquisti BCE nell'Eurozona (via spread trading, CDS-Spread strategies ecc.). Fa eccezione parziale il mercato UK, dove i premi al rischio sugli attivi rimarranno elevati fino al referendum del 23 giugno prossimo.

La nostra analisi suggerisce che la classe Credit è quella con il profilo «risk adjusted» migliore, e conseguentemente ha un sovrappeso di circa il 9% nel macro-portfolio. Peraltro, la posizione trova supporto in un livello di volatilità che è meno della metà di quello dell'equity.

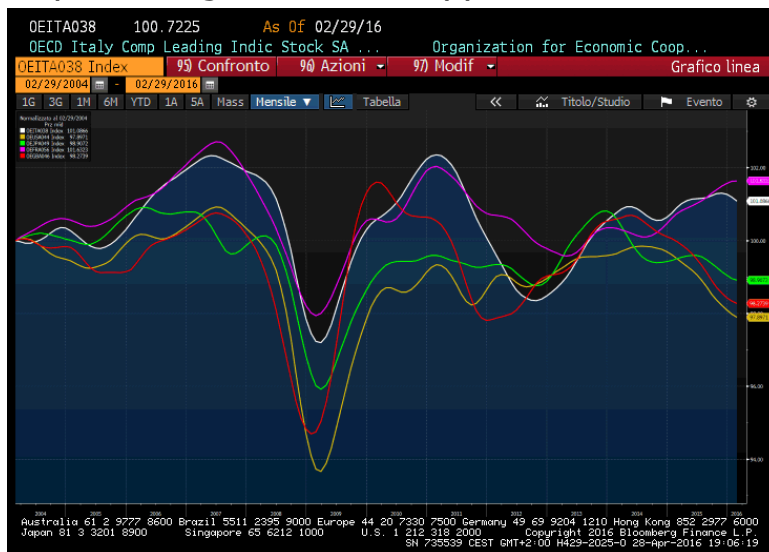
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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



Non sorprende quindi che gli indici anticipatori del ciclo misurati dall'OCSE segnalino una ulteriore e più omogenea flessione della domanda, con la sola eccezione dell'area dell'Euro, che comunque si muove in modo molto frammentato. La Germania in particolare vede una perdita di trazione, in termini di aspettativa, di oltre mezzo punto percentuale, che l'Italia riesce solo parzialmente a compensare. Politiche monetarie inefficaci e politiche fiscali ingessate alimentano ipotesi di stagnazione.

Il ritmo di crescita dell'attività economica sta diminuendo in numerose aree, mentre in aggregato gli andamenti sono piatti e confermano un sostanziale indebolimento delle tendenze del GDP. La diminuzione delle tensioni nei paesi emergenti e la politica ultraespansiva della BCE tengono la zona Euro in linea con un tasso di crescita del GDP intorno all'1,5%, mentre l'estrema dipendenza dal ciclo delle scorte, un cambio troppo forte e una inflazione in calo deprimono gli USA e il Giappone.



# Scenario macroeconomico: le previsioni

Il primo servizio di previsione del GDP 2016-2017 conferma un ulteriore indebolimento della crescita globale. L'assenza di pressioni inflazionistiche, la diminuzione dei livelli di produttività grazie alla combinazione di bassi investimenti in capitale fisico e moderata ripresa dell'occupazione, pesano sui profitti delle imprese a frenano USA, Giappone e UK.

In UK la stima flash relativa a Q1-2016 indica un rallentamento della crescita a +0,4% q/q (+2,1% y/y): ha contribuito per lo 0,6% il settore dei servizi, mentre hanno sottratto lo 0,1% ciascuno sia le costruzioni che l'industria. Coniugata con la debolezza dei dati sull'occupazione, la nostra stima al ribasso per il 2016 (+1,9%) indica come molto improbabile un recupero prima del referendum, visto anche che la BoE non interverrà per non influenzarne l'esito.

Le stime di crescita per il Giappone sono state riviste al ribasso su tutto l'orizzonte previsivo (+0,3% e +0,4% per il biennio): il trascinarsi 2016 è negativo a causa della dinamica recessiva in Q4-2015; il rimbalzo della produzione in marzo/aprile ha alimentato le scorte e comunque non ha compensato la caduta di febbraio. Il rally dello Yen ha depresso le esportazioni nette, con le tecnologie nipponiche in pesante arretramento, e la BOJ soffre di inefficacia.

La previsione per l'Eurozona è stabile per il 2016, al +1,3% (un dato sotto consenso): da un lato ci sono segni di stabilizzazione (in Francia soprattutto), mentre aumentano i rischi geopolitici (migranti) e incombono passaggi istituzionali delicati (Eurogruppo per la Grecia) in contemporanea a tornate elettorali critiche (Spagna e Italia) e referendum (Brexit in UK e riforma costituzionale in Italia). La politica monetaria è dichiaratamente inefficace sugli obiettivi di inflazione, mentre diminuiscono produttività e investimenti: l'occupazione può dare solo piatto conforto.

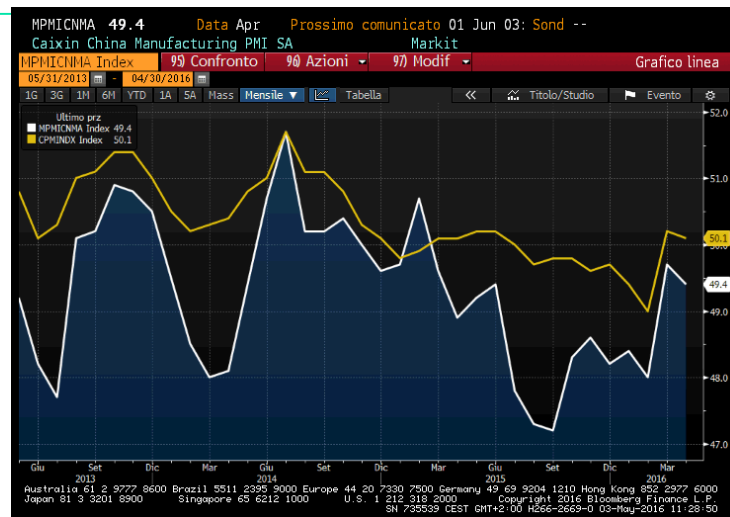
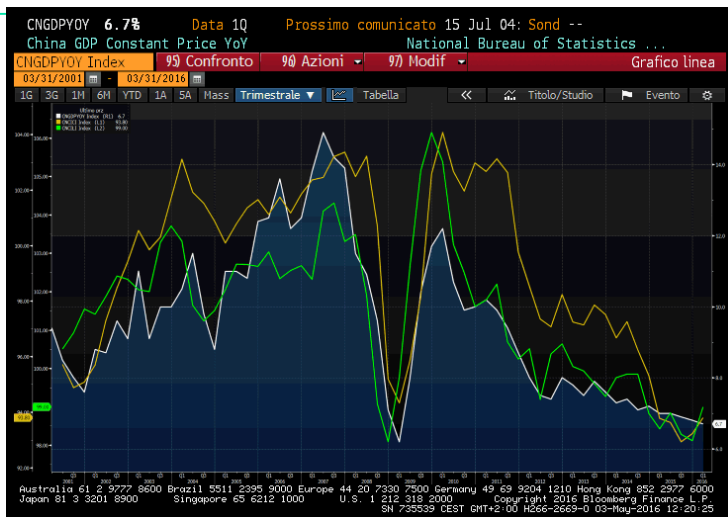
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2015	2016	2016	2017	2016	2017
		Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
<b>USA</b>	2,40%	0,40%	2,00%	2,30%	1,80%	2,00%
<b>United Kingdom</b>	2,30%	0,70%	1,90%	2,20%	1,90%	2,00%
<b>Japan</b>	0,50%	-0,10%	0,60%	0,50%	0,30%	0,40%
<b>Euro Area</b>	1,50%	0,50%	1,50%	1,60%	1,30%	1,50%
<b>Germany</b>	1,40%	0,40%	1,50%	1,60%	1,50%	1,60%
<b>Italy</b>	0,60%	0,20%	1,00%	1,20%	0,90%	1,10%
<b>France</b>	1,10%	0,40%	1,20%	1,40%	1,10%	1,40%

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

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 macro: Cina

In Cina si è attenuata la caduta del GDP, che in Q1-16 su base tendenziale sarebbe salito del 6,7% (dal +6,4%), grazie ad un aumento dell'offerta di credito ed agli effetti delle manovre di stimolo al settore immobiliare e costruzioni. Il quadro prospettico resta appesantito dal calo delle esportazioni nette, come dimostrano i dati sul valore aggiunto e sui profitti aziendali, positivi solo nei settori tipicamente domestici (energia, chimica, acciaio e auto). Vanno considerati promettenti i segnali provenienti dal settore dei servizi, e dalle tecnologie, con alcuni colossi che si attendono un incremento sensibile della quota di mercato nei prossimi mesi. D'altro canto, è in ripresa anche il settore delle costruzioni, da cui dipende l'andamento dei metalli industriali e della produzione manifatturiera locale e – in parte – globale: non sorprende quindi che gli indicatori di produzione industriale globale stiano migliorando, mentre i recenti incrementi del PMI domestico sono stati anticipati dal leggero rimbalzo degli indicatori di clima presso le imprese del paese. Riteniamo che nell'ultima parte dell'anno i sintomi di svolta potranno diventare gradualmente più solidi, ma nel breve la volatilità macroeconomica continuerà ad essere piuttosto accentuata.

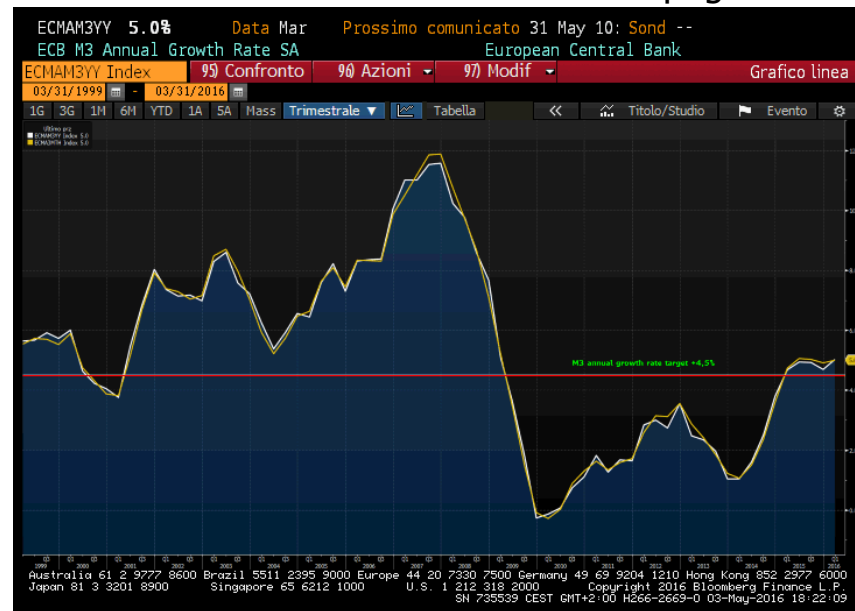


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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

Dal mese di febbraio hanno cominciato ad emergere segnali di insoddisfazione sulla capacità delle politiche monetarie di supportare una ripresa del ciclo economico globale. Talvolta all'analisi dei centri di ricerca si sono affiancate critiche all'operato delle autorità monetarie, che secondo alcuni osservatori sarebbero intervenute nel ciclo attuale male e/o con ritardo rispetto alle esigenze di sostegno macroeconomico. Noi siamo viceversa tra coloro che hanno sempre avvertito della possibile non-efficacia dell'azione di policy: da un lato infatti l'offerta di moneta e i tassi di interesse devono trovare come controparte un sistema bancario disposto a farvi ricorso per supportare un ciclo di credito; ma dall'altra parte, un ciclo di credito deve avere come contropartita l'avvio di un ciclo di investimenti, perché altrimenti né le banche né il sistema economico farà ricorso alla maggiore disponibilità di moneta di base di fonte ufficiale, se non per le sole esigenze connesse al corretto funzionamento del sistema dei pagamenti. E i segnali in tal senso non sono incoraggianti.



E' questo il motivo per il quale non siamo troppo ottimisti riguardo al possibile effetto macroeconomico della manovra BCE. La reazione dei mercati ad un massiccio aumento del QE (+20 mld al mese) ed al taglio dei tassi (le MRO sono state portate a zero) è comprensibile, anche se si sta diffondendo più ai governativi che all'equity. Gli effetti sugli spread aziendali si vedranno nelle prossime settimane, e saranno connessi anche alle nuove TLTRO regolate al tasso del deposito marginale (-0,4%). M3 cresce al target (+4,5% a/a), ma meno di M0: il canale di trasmissione resta inceppato.



# Le proiezioni economiche della FED

La riunione del FOMC del 26-27 aprile si è conclusa con uno statement in linea con le nostre aspettative, e con i tassi di policy che sono stati confermati nel range 0,25%-0,50%. Le preoccupazioni per possibili dinamiche avverse sui fronti economici e finanziari globali che erano apparse nella riunione di marzo (il comunicato citava «...global economic and financial developments continue to pose risks») hanno lasciato il posto ad un più blando «...closely monitors inflation indicators and global economic and financial developments». A nostro parere la banca centrale sta segnalando al mercato che non è imminente una ripresa del processo di rialzo dei tassi, anche perché si attende «...che l'attività economica si espanderà a passo moderato, e che l'inflazione rimarrà bassa nel breve periodo...». La conclusione della FED è «...the federal funds rate is likely to remain, for some time, below levels that are expected to prevail in the longer run». Abbiamo già segnalato in precedenza che i possibili rialzi nel corso del 2016 sono passati dai 4 previsti dalla FED a fine dicembre ai 2 impliciti nei recenti comunicati. Ma riteniamo altresì poco probabile un incremento a luglio, vista la debolezza con la quale pare proiettarsi la crescita economica USA in H1-2016. Restano fine settembre e dicembre, ma escludiamo due rialzi ravvicinati con un'economia tanto incerta.

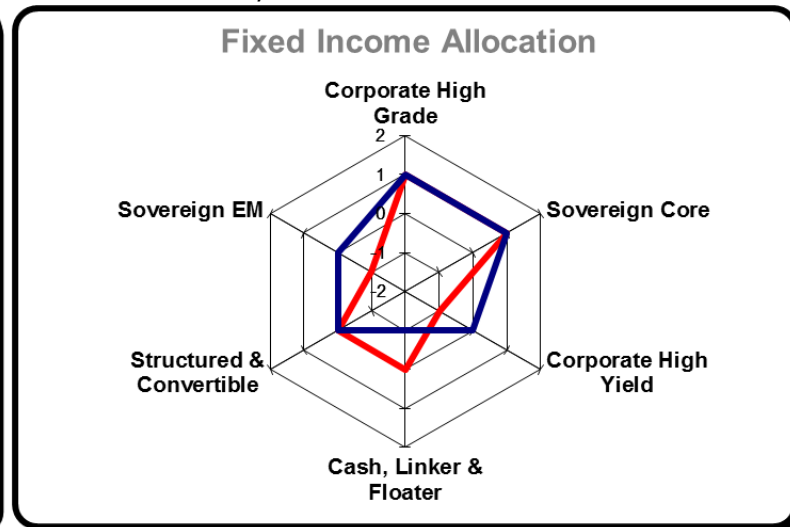
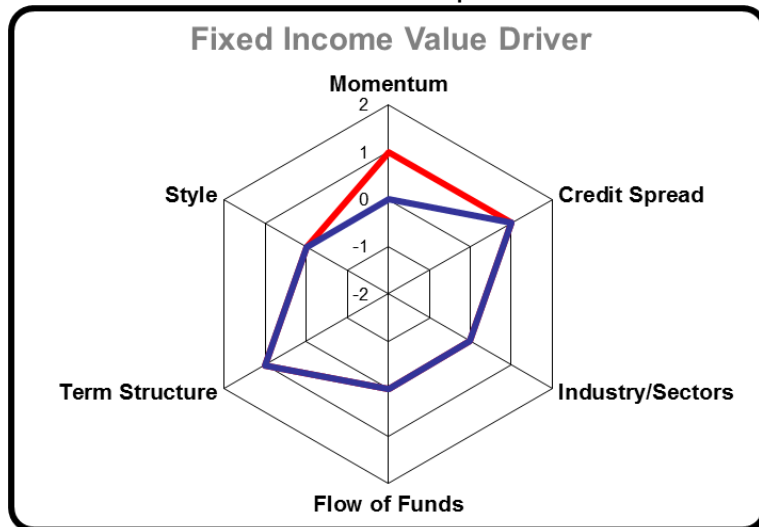
**Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents March 2016**

Variable	Central tendency %				Range %			
	2016	2017	2018	Longer run	2016	2017	2018	Longer run
Change in real GDP.....	2.1 to 2.3	2.0 to 2.3	1.8 to 2.1	1.8 to 2.1	1.9 to 2.5	1.7 to 2.3	1.8 to 2.3	1.8 to 2.4
September projection..	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3	1.8 to 2.2	1.8 to 2.2	2.0 to 2.7	1.8 to 2.5	1.7 to 2.4	1.8 to 2.3
Unemployment rate.....	4.6 to 4.8	4.5 to 4.7	4.5 to 5.0	4.7 to 5.0	4.5 to 4.9	4.3 to 4.9	4.3 to 5.0	4.7 to 5.8
September projection..	4.6 to 4.8	4.6 to 4.8	4.6 to 5.0	4.8 to 5.0	4.3 to 4.9	4.5 to 5.0	4.5 to 5.3	4.7 to 5.8
PCE inflation.....	1.0 to 1.6	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.0 to 1.6	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0
September projection..	1.2 to 1.7	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.2 to 2.1	1.7 to 2.0	1.7 to 2.1	2.0
Core PCE inflation.....	1.4 to 1.7	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.4 to 2.1	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	---
September projection..	1.5 to 1.7	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.4 to 2.1	1.6 to 2.0	1.7 to 2.1	---

Advance release of table 1 of the Summary of Economics Projections to be released with the FOMC minutes

# Fixed Income Markets: strategia

- La manovra quantitativa della BCE continua a premere sui rendimenti sovrani dagli 8 anni di vita residua, depressi anche da tendenze deflazionistiche diffuse. Ne beneficia il Bund 10Y, che attendiamo a -0,12%, e con esso gli analoghi di Olanda, Belgio e Austria; meno reattivi i BTP, e in difficoltà SPGB, POGB e IRGB, per il combinato dei passaggi politico istituzionali in calendario (Grecia, elezioni in Spagna e Brexit).
- Un'economia più debole ed una FED più cauta limitano le pressioni sul tratto breve della curva USA, mentre l'instabilità macroeconomica e di mercato in generale avvantaggia il segmento 10-30Y. La cautela della banca centrale USA mantiene la curva più ripida, ed apre spazi di arbitraggio estesi vista l'assenza prospettiva di pressioni inflazionistiche. La posizione resta comunque «UW» in orizzonte 2-3 mesi.
- Sul Credito, aumentiamo il peso degli US HG Corporate: l'attrattività relativa è diminuita, ma il comparto secondo varie metriche non appare comunque sopravvalutato. I flussi globali segnalano un incremento della domanda di fonte asiatica, spinta dalle sostituzioni di portafogli sovrani, in gran parte a rendimenti negativi. Sui Corporate HG EMU continuiamo l'accumulo di una posizione, in vista dell'avvio del QE su questo segmento nel mese di giugno. Rafforziamo la posizione su UK Credit (aerospace a pharma).
- Riduciamo l'UW su US HY Corp con attenuazione dei rischi di scenario, restando a zero sui Convertibles.



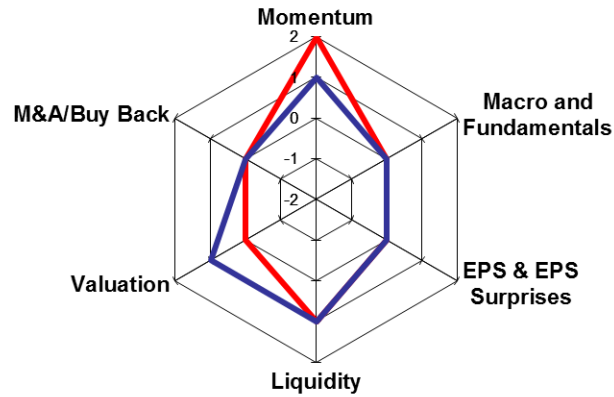
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

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.

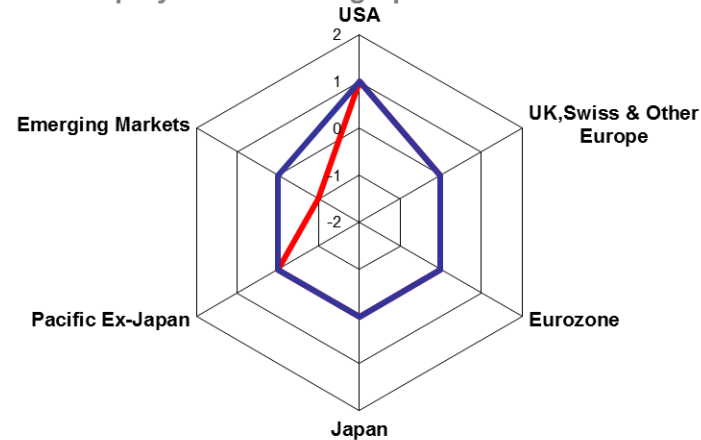
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



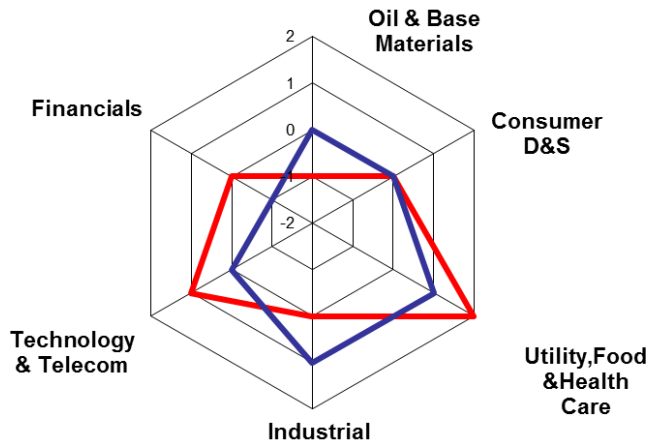
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



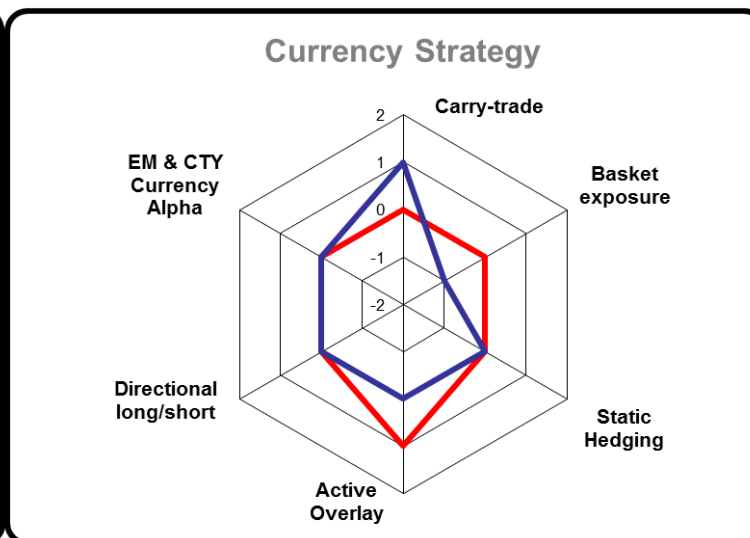
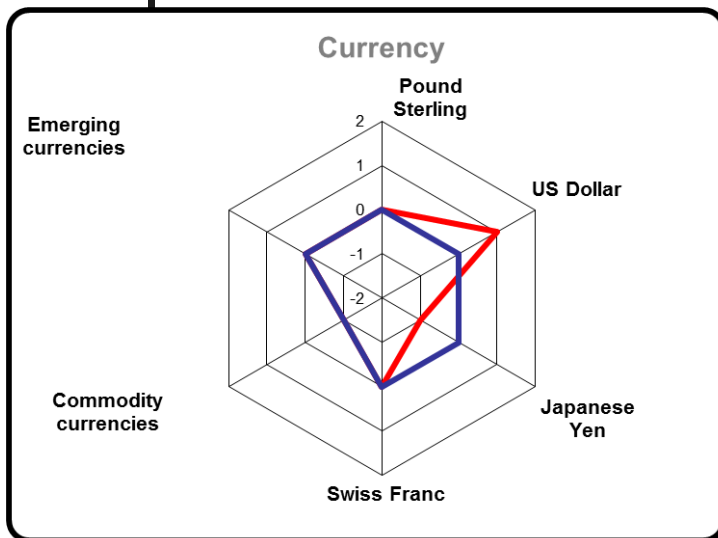
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



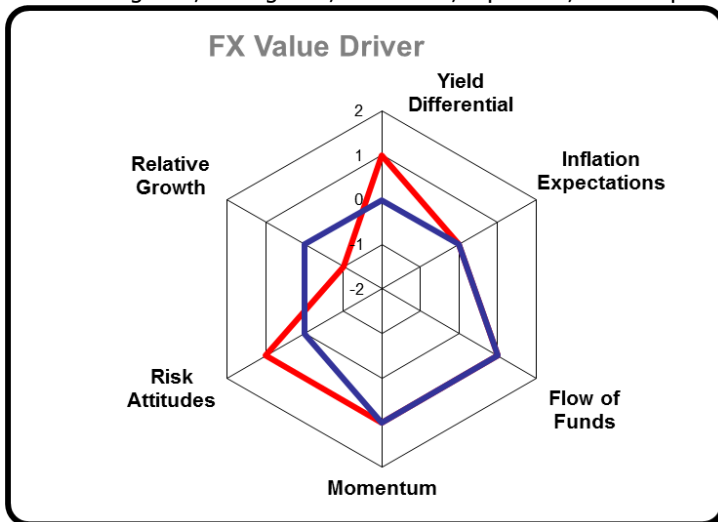
L'equity è tornato instabile, dopo che gli istituzionali hanno ricomposto le posizioni verso i cicli (le value stocks) e aumentato il peso degli EM. Le valutazioni sono sostenute da tassi bassi e liquidità, mentre i fondamentali deprimono gli utili e l'efficacia delle politiche monetarie è dubbia: conseguono volatilità e risk aversion in aumento. La posizione strategica è UW sui DM e NW sugli EM; quella tattica privilegia temi aziendali, in particolare le large cap «value» (industriali con elevati dividendi), i difensivi (utilities e food) e gli interest sensitive. A livello geografico siamo più esposti negli USA, mentre azzeriamo l'UW in Asia/Pacifico (Taiwan, Singapore, Korea).

# FX Markets: strategia



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

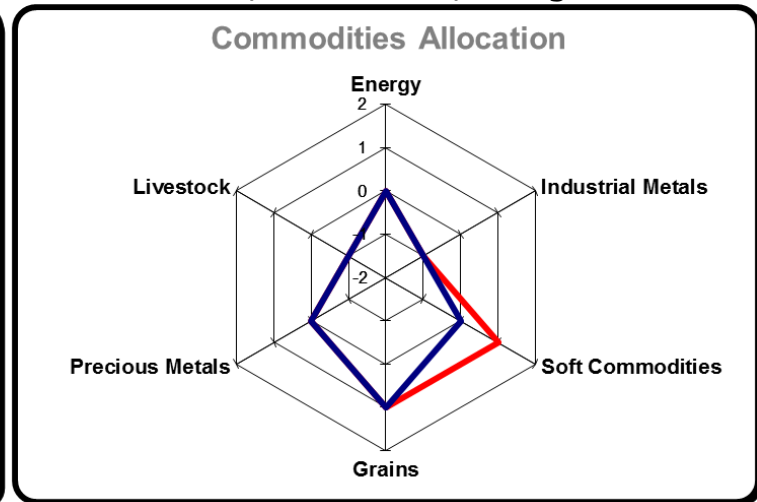
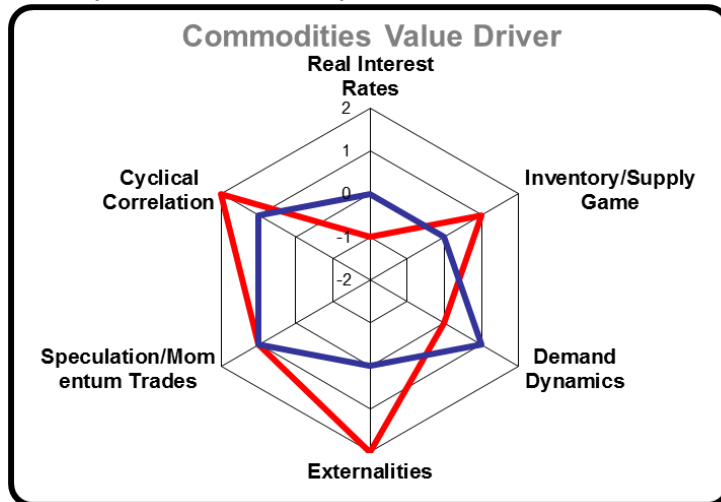
rosso=mese precedente, blu= mese in corso



L'esaurimento delle opportunità nei portafogli currency connesso all'indebolimento di USD e alla ripresa delle divise EM, lascia spazio per piccoli aggiustamenti. Il Dollar Index ha perso il 25% del suo valore YTD, e su tale osservazione le posizioni «short USD» si sono ridotte o azzerate. Operazioni «carry long-USD» con target definito (escluso JPY, troppo volatile in questa fase) e smobilizzo progressivo delle posizioni «short AUD, NZD, CAD» sono il cuore della nostra strategia. A quota 1,1623 la posizione EURUSD va rovesciata, con target 1,1279-1,1106, ma in un orizzonte di medio termine il quadro è «flat» cul cross. Per BRL e RUB restano piccoli spazi di recupero.

# Commodity Markets: strategia

- In aprile i prezzi hanno continuato a salire, ma l'intensità si è attenuata. Il sostegno dai fondamentali resta debole: la domanda di grezzo dalle raffinerie è aumentata in vista delle chiusure per manutenzioni, quella per gli stock strategici ha occasionalmente supportato il rally;
- Di fondo, previsioni di indebolimento del GDP globale e degli EM penalizzano le commodity più esposte alla produzione manifatturiera, come i metalli industriali e l'energia;
- Rame, Nickel, Zinco e Alluminio risentono del calo della domanda delle economie «metal intensive», che sono alle prese anche con una flessione degli investimenti in capitale fisico;
- La view sul comparto Energia resta negativa: scorte ai massimi, diminuita domanda dalla Cina, export da Iran e Libia (circa 900k/bbl per giorno) indicano probabili correzioni dai massimi;
- La fase di instabilità è superata, ma non ci sembra maturo un incremento strutturale della posizione, che resta UW; temi tattici interessanti «short Silver», «flat Gold», «long Corn».

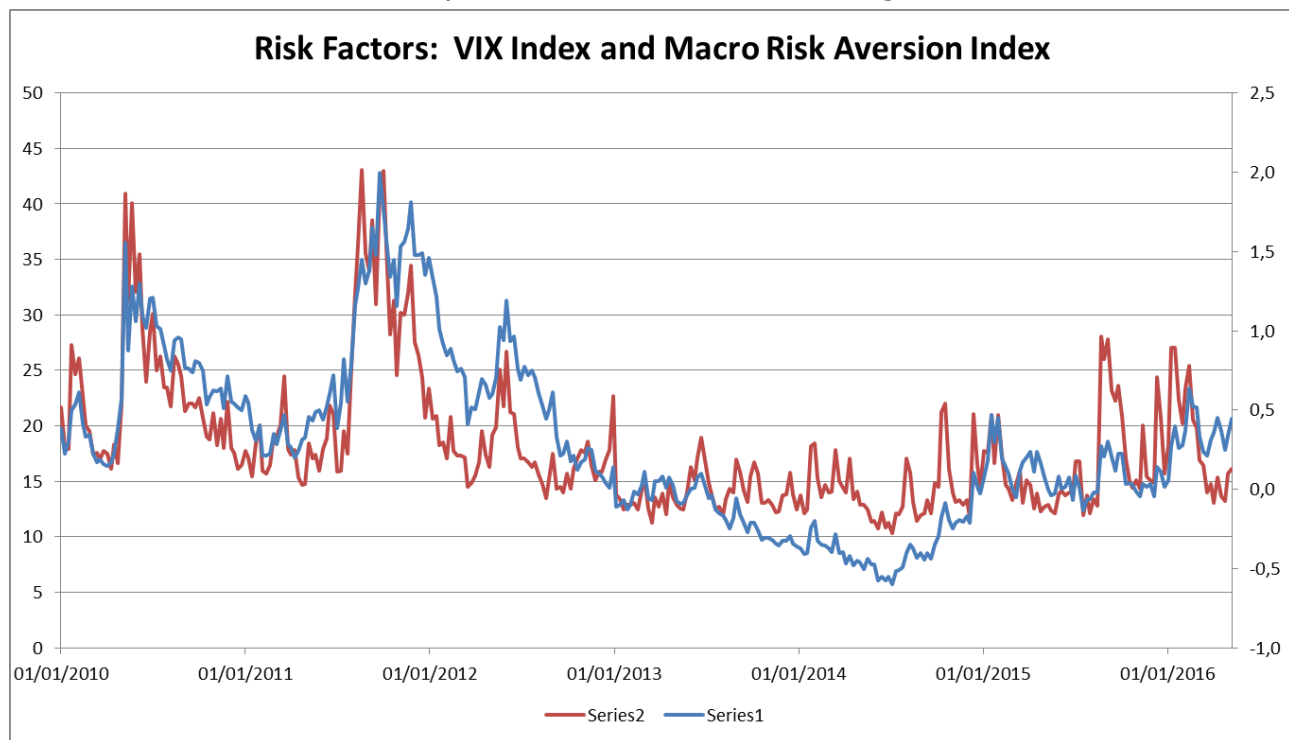


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo    rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

Nel mese di aprile gli investitori si sono mossi con rinnovata cautela: ne sono testimonianza i frequenti cambi di direzione e di segno nei mercati, anche all'interno della stessa giornata di contrattazione. Sono pertanto aumentati sia i livelli di rischio specifico (volatility) che quelli di rischio sistematico (risk aversion). La volatilità è aumentata in particolare nell'Equity, mentre nel Forex si sono notati brevi episodi di «bolla» in corrispondenza del balzo del JPY. Preoccupa il fatto che gli indicatori di rischio si siano mossi entrambi verso l'alto, e che lo abbiano fatto proprio quando il FMI ha rilasciato previsioni di crescita economica che potranno indurre instabilità sistemica e inefficacia delle politiche monetarie nel futuro prevedibile. Gli utili attesi sono in calo, e questo non supporta un rapido assorbimento dell'instabilità, mentre i timidi segnali del settore costruzioni in Cina sembrano poterla attenuare, sostenendo gli EM e una rotazione sui ciclici.



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 scelte di investimento globali

- Long duration, coupon e credit spread per politiche monetarie molto aggressive;
- UW sui sovrani; long Germania e Norvegia 10Y, NZD 5Y vs USD e AUD10Y vs EUR;
- OW strategico HG Corporate in USA, NW su HY Credit USA e EMU e OW Credit EMU in anticipo dell'avvio degli acquisti Corporate della BCE; selective UW su EM Credit;
- UW su Equity DM, con atteggiamento opportunistico: le valutazioni sono equilibrate, ma lo scenario macro deprime gli utili. Le tradizionali metriche di selezione continuano ad essere sovrastate da considerazioni tecniche, che inducono rotazione settoriale e stock picking; tatticamente abbiamo riportato a NW Asia/Pacific EM;
- Long Volatility, riteniamo ancora che sia destinata a salire nei prossimi mesi, insieme con tensioni crescenti sui livelli di risk aversion;
- Sull'Equity, aumentare la diversificazione geografica (USA ed Emerging Market Asia vs Giappone e UK), e settoriale (Utilities, Food, Tech, Industrial);
- La strategia è difensiva e fondata sulle «value stocks» e sui dividendi come hedging verso un aumento della volatilità dei mercati, indotta da avversione al rischio;
- Sulle Commodity la view è negativa, con instabilità decrescente; posizioni «short» su Alluminio, Nickel, Rame e Argento, mentre apriamo una posizione «long» su Mais;
- Scarico il comparto dei Convertibles, resta copertura di «leveraged loans ABS».



# 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/PACIFIC	+	-	ABS, CONV. & LINKERS	=	-
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	-	-
PACIFIC & ANTIPODEAN	+	+	PRECIOUS METALS	=	-

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