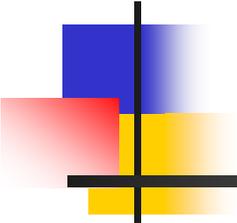


Febbraio 2014



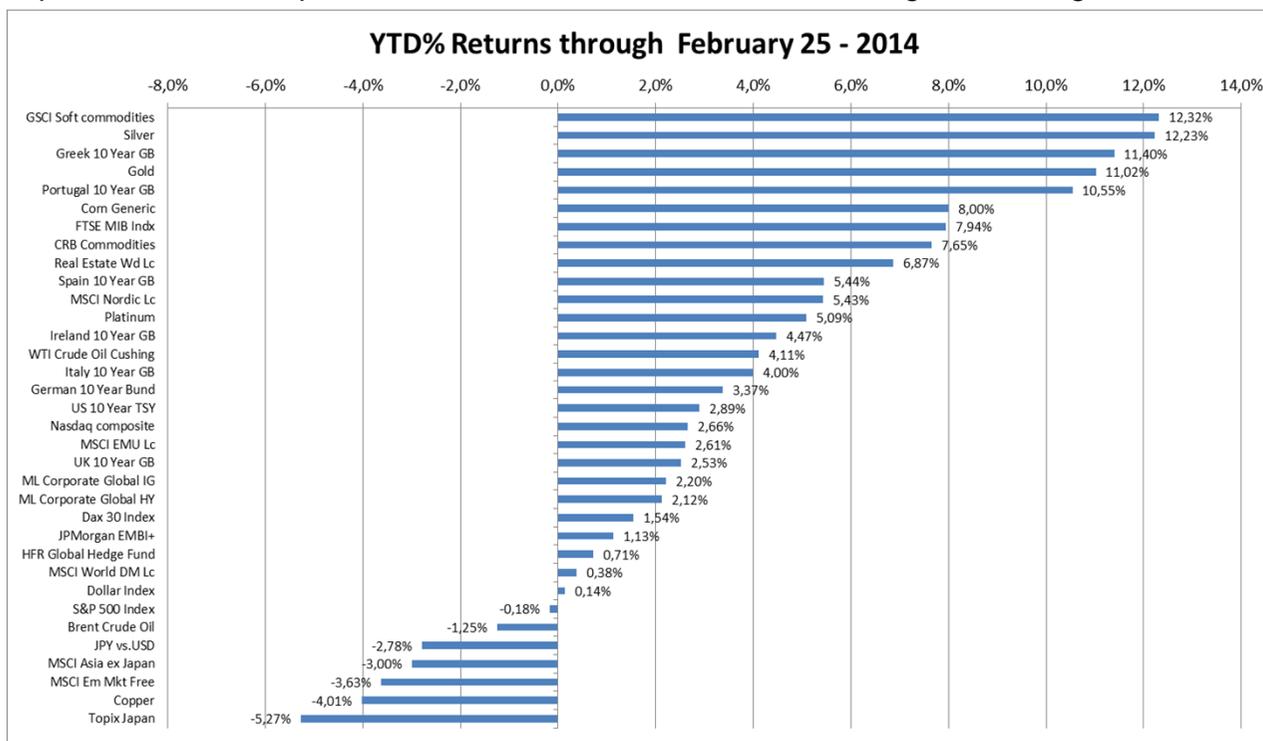
SCENARIO DI INVESTIMENTO



The Chief Strategist Overview

Le performance dei mercati nel primo bimestre 2014

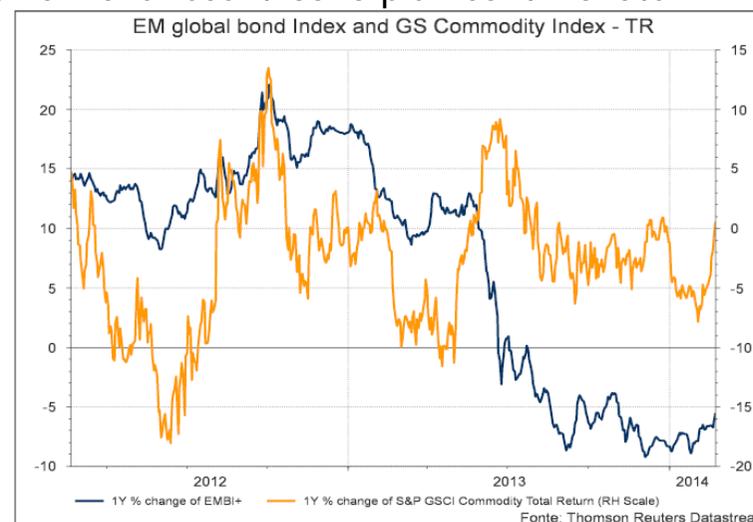
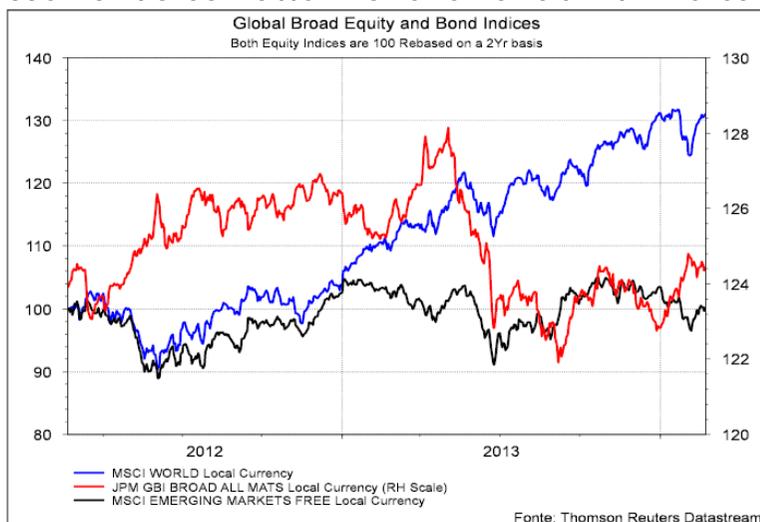
Nel primo bimestre del 2014 i mercati finanziari hanno assunto dinamiche che sono state in tutta evidenza il riflesso di una ricomposizione della valutazioni di scenario. La continuità assicurata dalla FED alla normalizzazione della politica monetaria, la debolezza della crescita economica e la relativa instabilità delle fonti della domanda aggregata in Cina, la percezione di una possibile deflazione in Europa sono stati tutti fattori di accentuazione della fase di aggiustamento dei precedenti squilibri macro nel complesso degli EM. Gli investitori non hanno rivisto le ipotesi di fondo, ma hanno profondamente modificato l'esposizione tattica ai fattori di rischio, con un mix di prudenza (si spiega così il rialzo dei metalli preziosi) e di aggressività (l'acquisto massivo bond periferici EMU, e di Equity in Italia e nel complesso dei Paesi Nordici). In fondo al ranking troviamo Tokyo, sovraesposto alle turbolenze EM, e il Rame, quale indice della persistenza di un quadro macro insoddisfacente, ancorché in graduale miglioramento.



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.

I mercati: evoluzione del quadro di riferimento

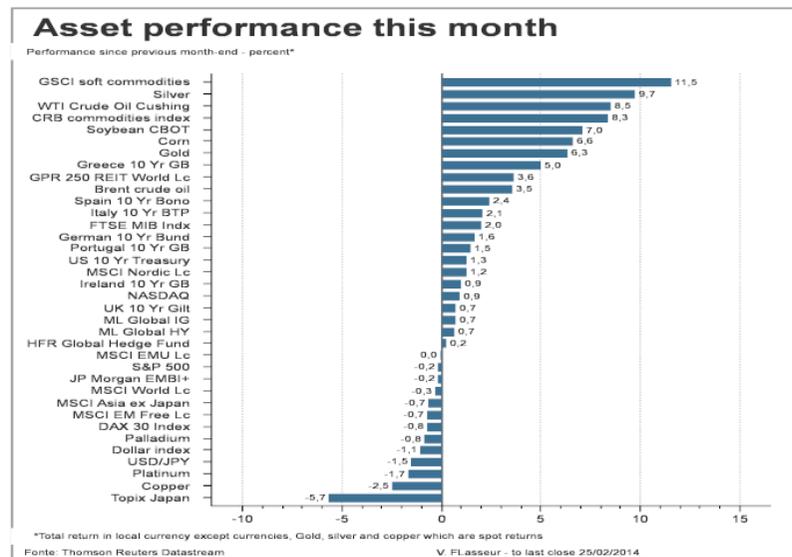
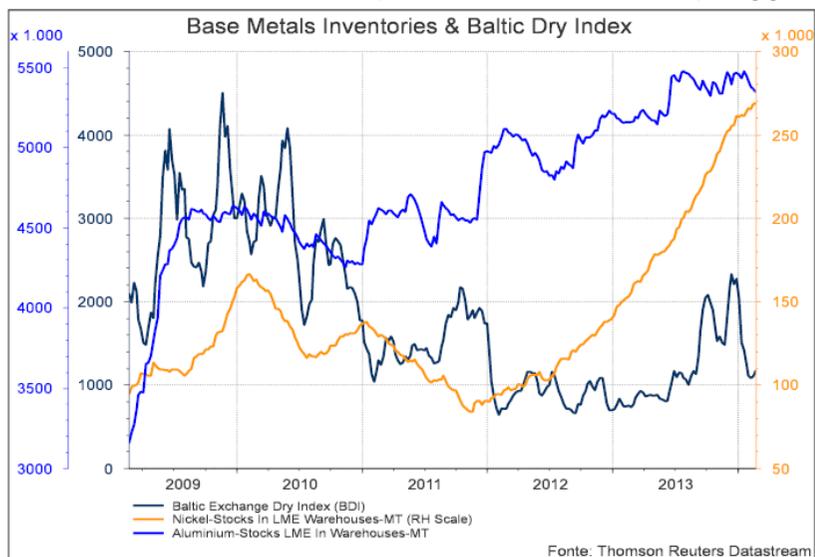
Le accentuate correzioni dei mercati azionari e delle attività rischiose che avevano caratterizzato il mese di gennaio sono in gran parte rientrate, anche se persistono le incertezze di fondo che le avevano caratterizzate (effetti della normalizzazione della FED, condizioni del credito e della crescita in Cina, durata e ampiezza dell'aggiustamento degli squilibri nei paesi emergenti). La correzione non ha intaccato i trend, né le ipotesi favorevoli alle posizioni azionarie limitate a DM. Incertezze e volatilità prospettica possono aver indotto una riduzione o una ricomposizione dell'esposizione, senza invertire per il momento la direzione delle scelte di investimento. Le tendenze più recenti dei mercati azionari sono pertanto al rialzo, anche se il MSCI World ha appena recuperato i livelli di fine 2013, mentre il MSCI EM Free fa segnare -3,4% YTD. Le obbligazioni sovrane principali sono mediamente stabili, i credit spread hanno ricominciato a flettere, le commodity registrano rialzi connessi alle condizioni meteo avverse o alle necessità opportunistiche di gestione dei portafogli istituzionali. In numerose classi di attività, gli EM continuano a registrare un ritardo nelle performance, ma osservando con attenzione le variabili di mercato, le dinamiche recenti sono più «condizionate».



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 tendenze di fondo dei mercati finanziari

Le performance delle macro-classi di attività hanno confermato anche in febbraio un cambiamento di prospettiva; lo riteniamo temporaneo, perché l'allocazione non incorpora soltanto un criterio di prudenza. Gli investitori sono tornati a privilegiare investimenti protettivi, tornando verso i Governativi «core» ed i metalli preziosi, e cogliendo opportunità tattiche rivenienti dal news-flow (i giudizi di rating favorevoli sul Portogallo). I fattori di rischio rivenienti dalle correlazioni con gli EM sono stati scaricati, mentre l'andamento positivo delle commodity agricole e dell'energia riflette le avverse condizioni climatiche. L'equity è atteso come la classe di investimento privilegiata, sebbene caratterizzata da più elevata volatilità; i Corporate HY e HG hanno espresso gran parte del potenziale, ma il rallentamento delle emissioni sul primario potrebbe indurre una nuova ondata di flessioni degli spread, che nell'Eurozona sarebbero più accentuate per il miglioramento delle condizioni finanziarie. Le commodity saranno condizionate in generale dalla scarsa domanda degli EM e da irrigidimenti dal lato dell'offerta. Ne è evidenza l'aumento degli stock e la riduzione dei noli. Le opportunità di creare valore nel 2014 saranno più selettive, con estrema attenzione ai posizionamenti competitivi ed alla capacità di investire di settori ed aziende, ed alle loro correlazioni con il ciclo e con i tassi di interesse. Nei mercati valutari l'aggiustamento degli equilibri esterni e i differenziali di inflazione potrebbero indurre ampi aggiustamenti dei tassi di cambio, non confinati alle divise EM.

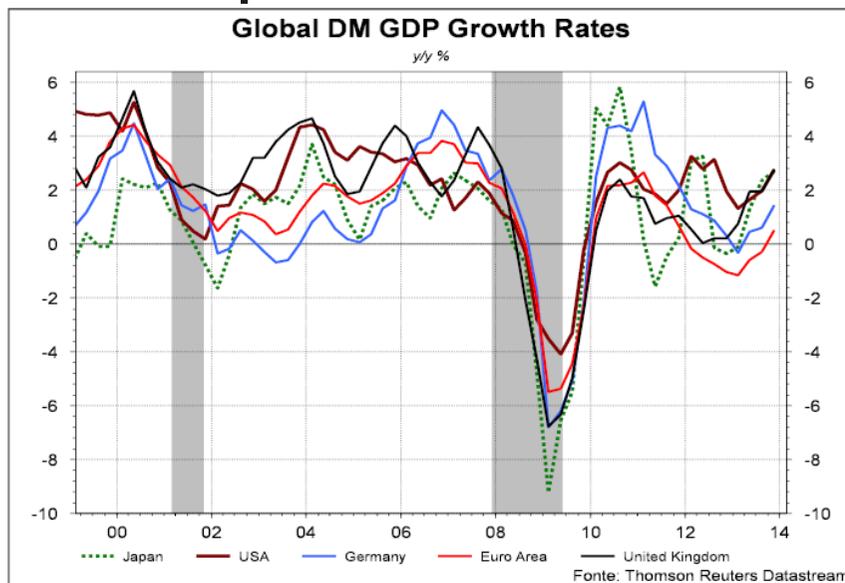


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Quadro generale: macro trend

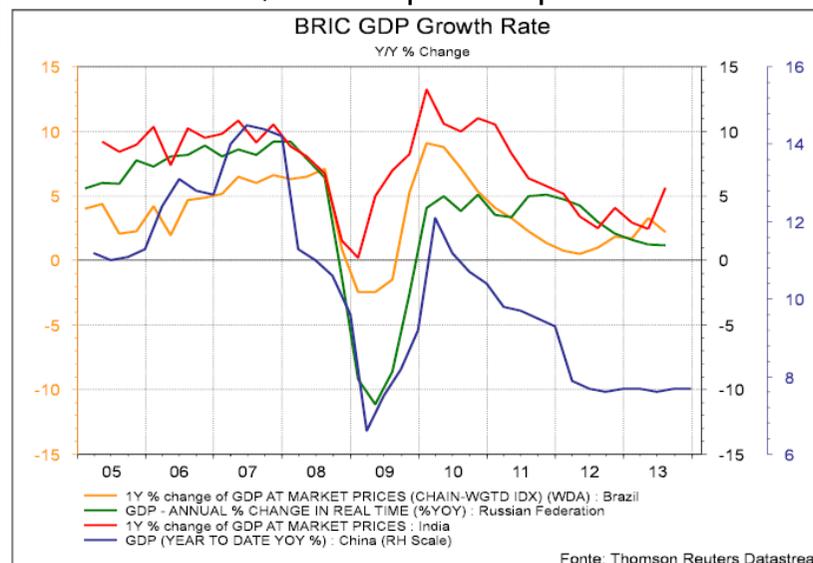
- L'economia globale continua ad espandersi ad un passo moderato, con i dati recenti che hanno confermato una sostanziale omogeneità delle tendenze intermedie della domanda aggregata nelle principali aree. Rimangono viceversa molto dispersi i livelli dei tassi di variazione trimestrali del GDP, mentre le deboli prospettive degli EM amplificano il rischio di shock asimmetrici.
- Sebbene i dati recenti confermino un accentuato ritmo di crescita in USA e UK, manteniamo un'ipotesi più cauta del consenso per le previsioni di crescita globale nel biennio 2013-2014, soprattutto a causa della debolezza del ciclo in Giappone. Abbiamo rivisto al ribasso il GDP 2014, portandolo al +2,9 dal +3,0%, mentre per il 2015 la nostra stima è attestata al +3,4%.
- La prudenza delle stime è condizionata anche dall'osservazione che il passato consolidamento fiscale nei paesi sviluppati, caratterizzatosi per aumenti di imposte e tagli ai trasferimenti, ha colpito in particolare i salari (e la capacità di accumulazione del risparmio privato) e gli investimenti pubblici, fattori che hanno accentuato il declino dell'accumulazione di capitale.
- Il ciclo globale manifatturiero potrebbe aver toccato un massimo alla fine del 2013, come dimostrano le deboli intonazioni dei PMI in USA, Cina ed Eurozona. Se l'andamento degli indici anticipatori non fosse il riflesso di una fluttuazione temporanea delle aspettative (connessa ad esempio al decumulo degli eccessi di scorte registrati in molti paesi), è probabile che i tassi di crescita della domanda finale nel 2014 risultino in effetti sovrastimati.
- Con riferimento agli Emergenti, il processo di ribilanciamento della crescita economica in Cina e condizioni finanziarie globali più rigide hanno fatto emergere vulnerabilità strutturali diffuse. Tale condizione aggiunge fragilità ai paesi EM più dipendenti dai flussi di capitale a breve termine, la cui improvvisa inversione di marcia, come previsto, sta inducendo shock internazionali, soprattutto nei paesi avanzati finanziariamente più esposti verso il complesso degli EM stessi.

Scenario macroeconomico globale



La volatilità dei mercati EM e dei flussi di capitale dimostra che la ripresa è ancora fragile. Nei paesi emergenti, la crescita è mediamente insoddisfacente, a causa della debolezza della domanda interna. In Cina, misure recenti tese a rallentare gli eccessi creditizi, aumentandone i costi, gravano sulle componenti domestiche della domanda e dell'offerta. In India, viceversa, i progetti del governo per favorire un ciclo di investimenti possono favorire una ripresa accentuata.

La svolta nel ciclo economico globale pare ormai essersi consolidata, ed infine rafforzata. Persistono dubbi sulla sostenibilità del GDP in Giappone, ma la combinazione di stimoli governativi e monetari dovrebbe in parte compensare l'atteso incremento dell'imposta sui consumi. Nel complesso dei paesi occidentali, la persistenza di condizioni finanziarie favorevoli e la graduale attenuazione del ritmo del consolidamento fiscale dovrebbe consentire il rafforzamento della domanda, comunque sub-potenziale.



Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014 basato su modelli di stima del tipo DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*) per le principali aree economiche, alla luce dei dati preliminari sul Q4-2013 che di fatto hanno portato i valori acquisiti 2013 intorno a quelli di consenso ed in linea con le nostre previsioni precedenti.

Stati Uniti e Regno Unito sono candidati ad un risultato di crescita sensibilmente migliore del consenso, nel primo caso come riflesso di un «ragionato» atto di fede (mantenimento di un *easing bias* da parte della FED e primi passi di un accordo al Congresso per spalmare sul lungo termine il necessario aggiustamento di bilancio), nel secondo caso perché la dinamica della domanda finale aggregata in UK sta assumendo un profilo decisamente espansivo, sebbene manchino recuperi di produttività. Negli USA il Q1-2014 si chiuderà con un tasso di crescita più basso del Q4-2013.

Abbiamo rivisto al ribasso la crescita in Giappone, la cui politica monetaria si gioca tutto sul raggiungimento del target di inflazione. Tuttavia, il connesso indebolimento dello Yen non ha impedito un significativo peggioramento della bilancia commerciale, e del relativo contributo al GDP, già segnato dall'imminente incremento dell'imposta sui consumi.

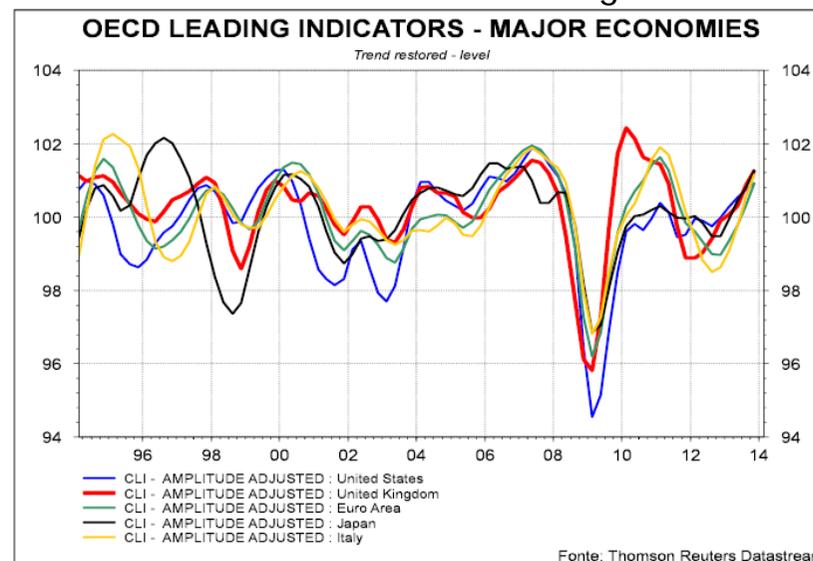
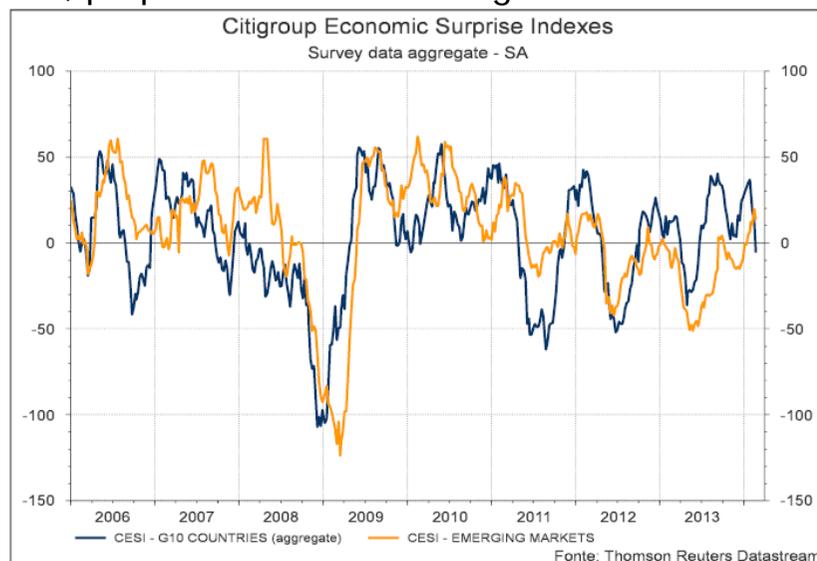
L'Eurozona farebbe segnare un recupero intorno al punto percentuale, in linea con il consenso, che tuttavia sarebbe interamente dovuto alla forte accelerazione ciclica della Germania (+2,0% dal +0,5% previsto per il 2013), a fronte di una dinamica del GDP degli altri grandi paesi (Francia e Italia in primis) positiva ma ancora debole.

PAESI	2013	2014	2014	2015	2014	2015
	FINALE	ACQUISITO	CONSENSUS	CONSENSUS	NS. STIME	NS. STIME
USA	1,90%	1,30%	2,90%	3,00%	3,00%	3,20%
REGNO UNITO	1,90%	1,10%	2,70%	2,40%	3,10%	2,70%
GIAPPONE	1,60%	0,60%	1,60%	1,30%	1,20%	1,40%
EUROZONA	-0,40%	0,40%	1,00%	1,40%	1,00%	1,40%
GERMANIA	0,50%	0,60%	1,80%	2,00%	2,00%	2,10%
ITALIA	-1,90%	0,00%	0,60%	1,00%	0,40%	1,00%
FRANCIA	0,30%	0,30%	0,80%	1,20%	0,90%	1,10%

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: gli indici sintetici

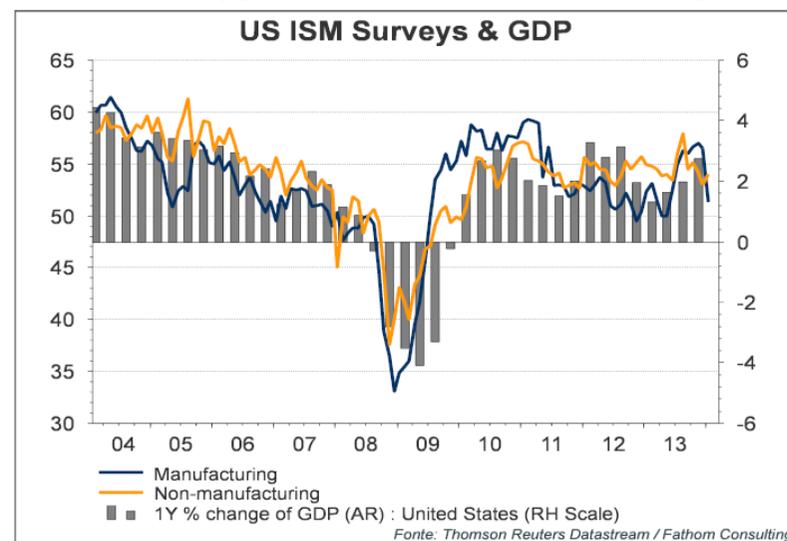
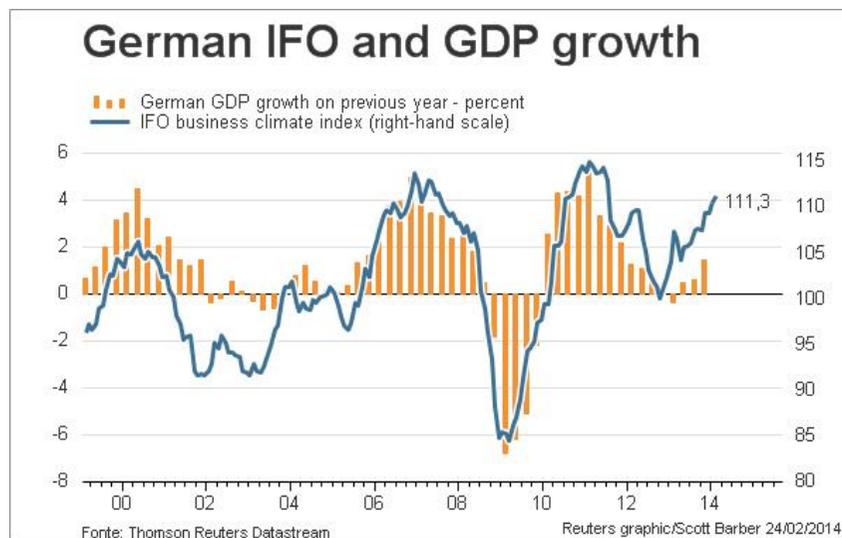
L'analisi condotta suggerisce il consolidamento di un quadro macroeconomico che evidenzia di massima una sostanziale «tenuta» delle principali aree economiche, con i paesi emergenti alle prese con un aggiustamento non breve, e non neutrale sul ciclo globale. In altri termini, il ciclo si sta schiacciando su medie di crescita sub-potenziale, che lasciano ampi spazi a possibili fenomeni di volatilità delle componenti della domanda aggregata. L'osservazione degli «*Economic Surprise Indexes*» conferma tale evidenza: in particolare, nei mesi più recenti l'andamento dell'indice per i G10 è al ribasso, e ciò suggerisce una prevalenza del consenso; per gli EM l'indice è al rialzo, e ciò segnala una certa dispersione delle aspettative, ed il maggior peso delle sorprese rivenienti dai paesi che trainano il complesso degli emergenti (India e Cina in particolare). Nonostante l'omogeneità degli indici anticipatori del ciclo (qui abbiamo riportato quelli OCSE), la valutazione combinata con gli indici di sorpresa segnala probabili e frequenti aggiustamenti delle previsioni e delle aspettative riguardanti i DM, proprio a causa dei divergenti andamenti e delle interrelazioni con le dinamiche degli EM.



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: i contributi alla crescita

Rimane promettente la dinamica della crescita in Germania, dove i dati di aspettativa hanno recuperato la fase con i dati relativi alla domanda finale aggregata. Di recente si sono registrate accelerazioni dell'indice IFO e PMI composite, mentre l'andamento del GDP nell'ultimo trimestre del 2013 ha confermato le nostre aspettative, migliori del consenso. Nel Q1-2014 ci attendiamo un ulteriore rafforzamento dell'attività economica, che in termini congiunturali potrebbe attestarsi sul +0,6% QOQ. E' meno evidente la tendenza al rafforzamento dell'attività negli USA, perché gli indici di aspettativa non confermano in modo diffuso la dinamica della domanda. Questo può dipendere dalle avverse condizioni meteo, che impattano sugli indicatori veloci e non sui dati di consuntivo: confermiamo che la ripresa è avviata su un sentiero stabile, che tuttavia potrebbe subire una lieve deviazione nel Q1-2014, per motivazioni contingenti e non strutturali. Persiste una certa dispersione nei tassi di crescita dei principali paesi, dovuta per lo più alla diversa composizione della domanda aggregata rispetto al ciclo internazionale, e ai diversi impatti dell'aggiustamento dei paesi emergenti.

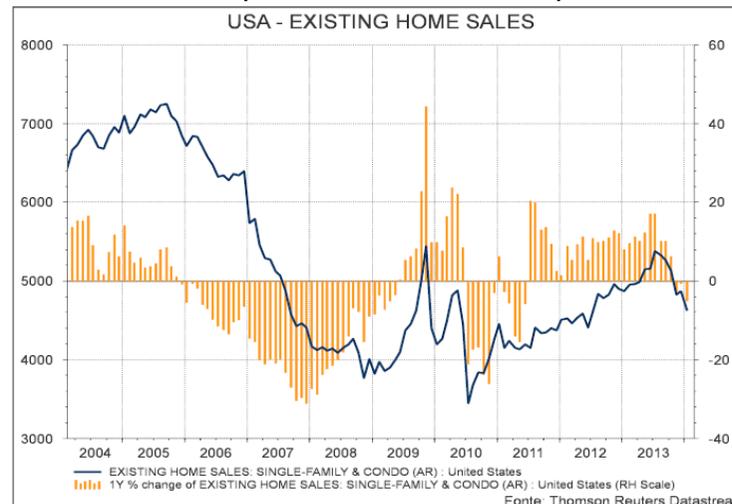


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Nei primi due mesi dell'anno l'economia USA ha perso trazione: gran parte degli indicatori congiunturali ha sperimentato andamenti negativi o comunque più riflessivi, a causa delle avverse condizioni meteo (mercato del lavoro e mercato immobiliare/costruzioni), ma anche per effetto di confronti statistici avversi nei confronti di un Q4-2013 che per quanto riguarda accumulazione di scorte, PMI e export era stato particolarmente positivo. I fattori di sostegno al ciclo che avevamo segnalato nel precedente rapporto rimangono in campo (politica monetaria accomodante, riduzione del drenaggio fiscale, effetto ricchezza e investimenti in ripresa), ma il mancato rinnovo dei benefici alla disoccupazione prolungata e l'assenza di incentivi fiscali per gli investimenti in CAPEX suggeriscono una rimodulazione delle componenti e delle dinamiche della domanda aggregata, quanto meno nel primo semestre dell'anno. Esse inducono peraltro a ritenere possibile una maggiore gradualità nella normalizzazione della politica monetaria.

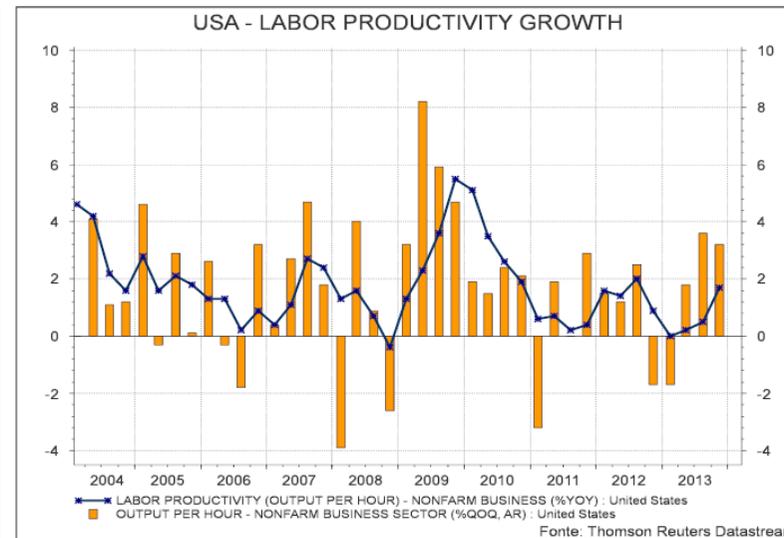
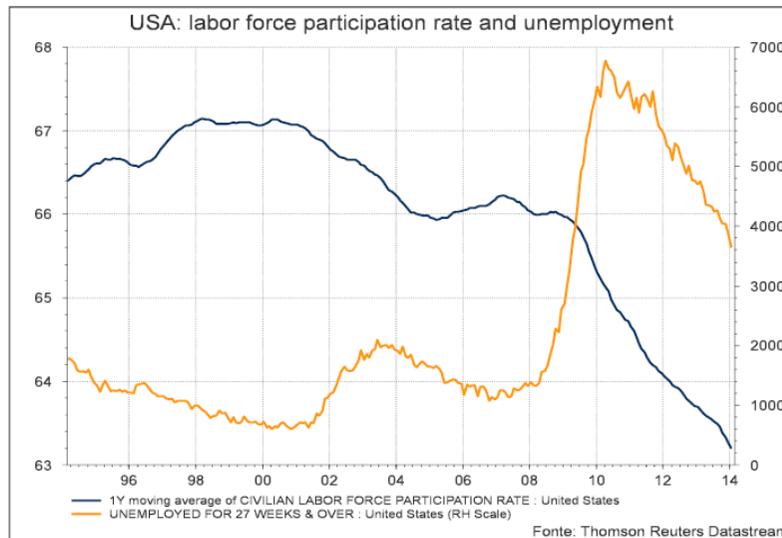
Gli indici del mercato immobiliare confermano la nostra prudenza: alla riduzione persistente dei permessi di costruzione, ha fatto seguito la caduta delle vendite di case esistenti, e ad entrambi i fenomeni non è estranea la risalita del costo dei mutui ipotecari. Ad un accumulo di scorte nei mesi finali del 2013 ha fatto da contraltare la continua flessione delle vendite finali, ancorché i ratio «inventory to sales» stazionino sui minimi di ciclo, un'indicazione che rinforza l'idea di un'ammaccatura temporanea in un ciclo «upside».



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

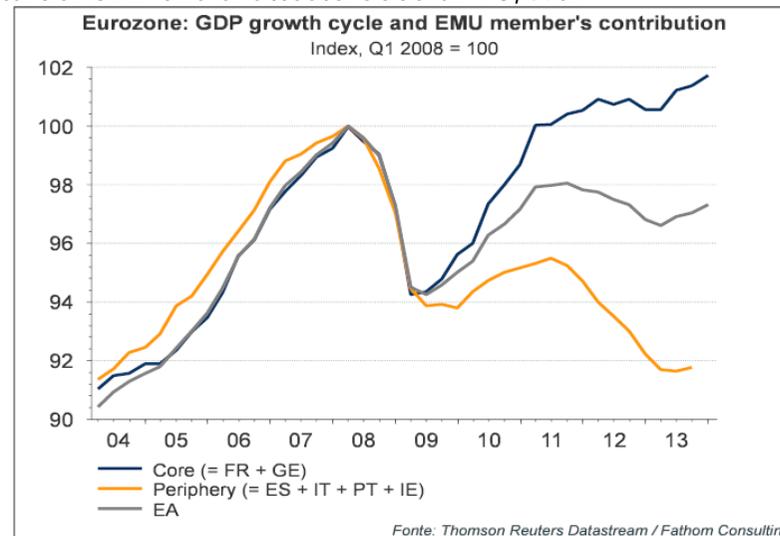
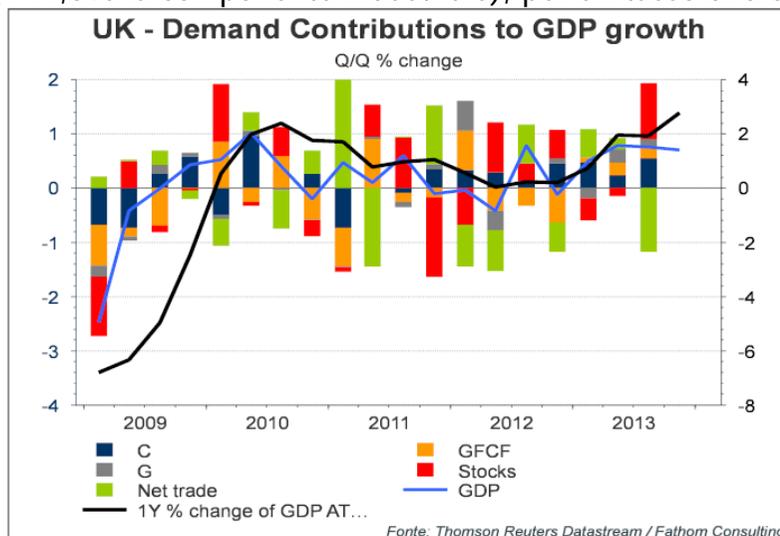
Le variabili del mercato del lavoro americano forniscono indicazioni contrastanti: a fronte di un tasso di disoccupazione che continua a scendere dal picco del 2009, e che ormai staziona intorno al livello indicato dalla FED come discriminante per l'avvio di un processo di normalizzazione della politica convenzionale (6,5%), continua a scendere anche il tasso di partecipazione. Su base mensile ed in termini assoluti, i posti di lavoro vanno accumulandosi, ma il ritmo di questa crescita è incerto e ancora insoddisfacente. Dopo i +274k posti di lavoro di novembre, dicembre e gennaio hanno registrato un modesto incremento, rispettivamente pari a +75k e +118k, risultati in parte temperati dalla flessione del tasso di disoccupazione al 6,6% in gennaio. Le indagini condotte presso le imprese americane confermano una persistente cautela per quanto riguarda gli investimenti, un elemento che non fa guardare con ottimismo allo sviluppo del mercato del lavoro per tutto il primo trimestre, peraltro caratterizzato fino ad oggi dalle avverse condizioni meteo. Si osservano piuttosto tendenze più favorevoli negli indicatori di efficienza del settore produttivo USA: in particolare il tasso di produttività e l'output per ora lavorata sono in sensibile recupero dai minimi toccati nel primo trimestre dell'anno passato, e ciò spiega anche la motivazione sottesa al significativo incremento delle buste paga e dei salari nel settore privato (per il momento confinata alle unità «high skill»).



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: Eurozona e UK

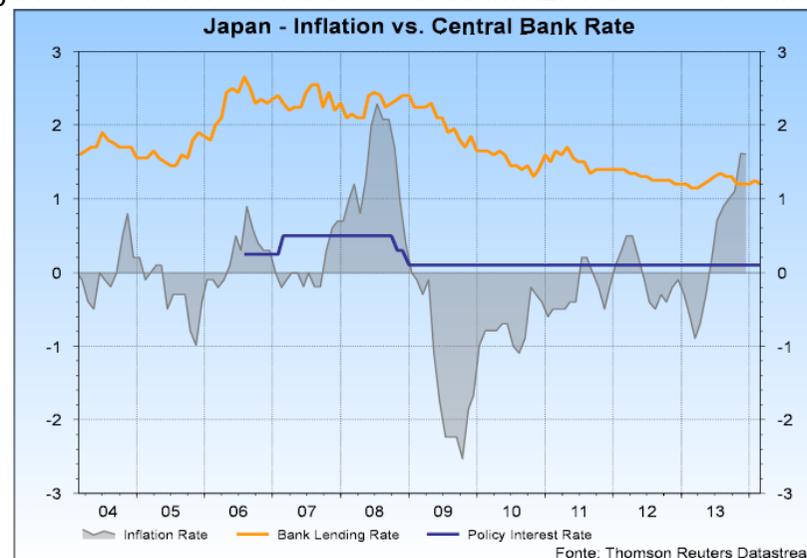
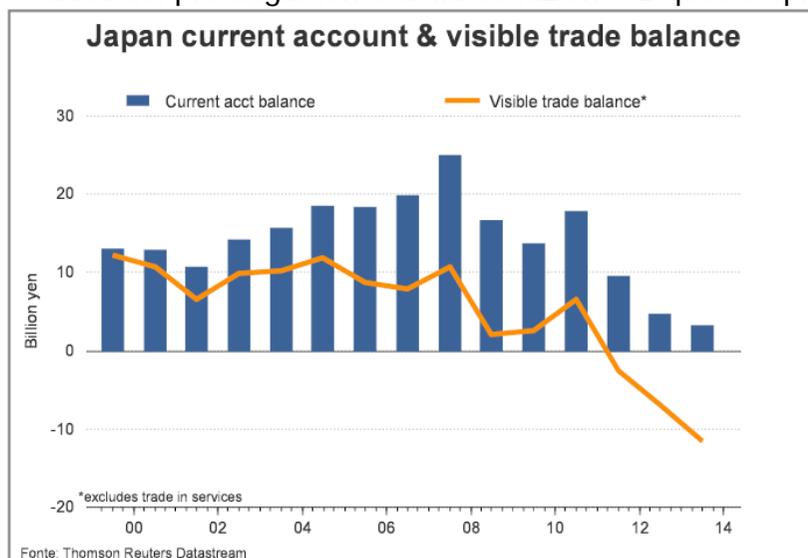
Nell'Eurozona il 4Q-13 ha registrato un tasso di crescita del GDP (+0,3% Q/Q) superiore al 3Q-13 (+0,1%) ma insufficiente per invertire il segno della variazione annua (-0,4%): l'area è di fatto uscita dalla recessione, ma la traiettoria della crescita rimane asfittica e la dinamica delle componenti della domanda aggregata è soggetta a numerose fragilità ed elevata frammentazione geografica. La svolta è avvenuta nella seconda parte del 2013, e nei mesi più recenti gli indicatori congiunturali di attività economica hanno confermato un'espansione a passo molto moderato. Il maggior contributo alla crescita è venuto dalle esportazioni nette, anche se soprattutto nell'ultimo trimestre del 2013 si sono notati segni di ripresa della domanda domestica in alcuni paesi, soprattutto Francia e Germania. Anche la Spagna e l'Italia sono uscite dalla fase più acuta della recessione, benché la prima abbia riconquistato anche una posizione competitiva più favorevole al consolidamento macroeconomico in corso. Preoccupa la dinamica dell'inflazione, in ribasso nonostante la graduale ripresa dell'attività, mentre continua a costituire un freno alla ripresa la dinamica depressa del credito al settore privato. Il Regno Unito sta viceversa sperimentando una forte accelerazione del ciclo, che supporta anche un sensibile recupero dell'occupazione. L'inflazione è in calo, e dà modo alla Banca Centrale di rafforzare il proprio impegno al mantenimento di una politica accomodante. Recenti previsioni della BoE indicano una forte accelerazione degli investimenti nel 2014 (+11,5% la componente industriale), per un tasso di crescita del GDP che si attesterebbe al +3,4%.



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: Giappone

Nel Q4-2013 il Giappone ha sperimentato un andamento del GDP decisamente sotto il consenso (+0,25% QOQ) che ha ricondotto la variazione annua del prodotto sui livelli in precedenza da noi previsti (+1,6%). Avevamo già avvertito che il Giappone stava beneficiando di una significativa sopravvalutazione delle performance macroeconomiche, connessa al sensibile rialzo del tasso di inflazione a seguito dell'impegno combinato delle autorità monetarie e fiscali al raggiungimento di un livello obiettivo del 2,0% e comunque in una forchetta stabilmente compresa fra +1,2% e +2,0%. Nel contempo, a fronte di una politica monetaria estremamente espansiva, sono crollati i rendimenti dei JGBs, e di conseguenza il tasso di interesse reale a lungo termine si è sgretolato, insieme con il valore esterno del JPY. Entrambi i fenomeni ricordano i modelli del tasso di cambio alla Dornbush (quelli con l'overshooting), che potrebbe continuare, anche alla luce della contrazione delle partite correnti della BoP (la continuità della tendenza metterebbe a rischio la sostenibilità del debito pubblico). Il Governatore Kuroda di recente ha ricordato che la deflazione non è stata il risultato della stagnazione economica, ma la sua causa. Tale logica può spiegare i comportamenti delle grandi imprese nipponiche: l'incremento del tasso di risparmio aziendale sperimentato nello scorso decennio riflette la debole attività economica, ma è anche la causa del prolungamento della deflazione. E questo spiega il commitment della autorità ad inflazionare l'economia.

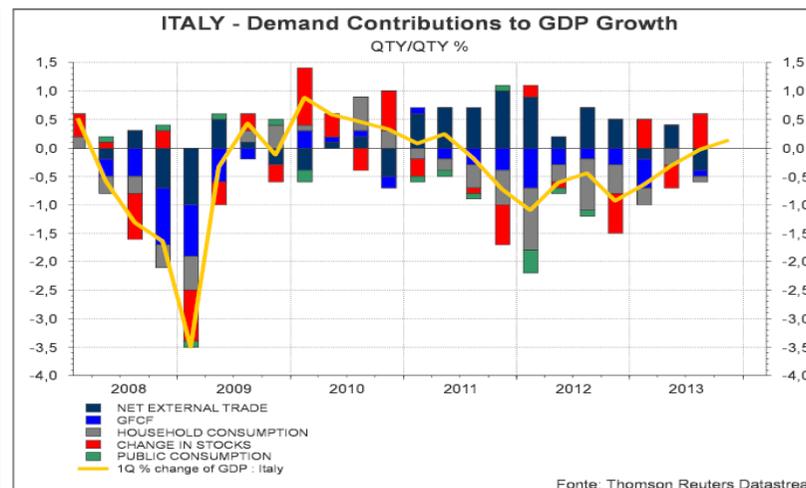
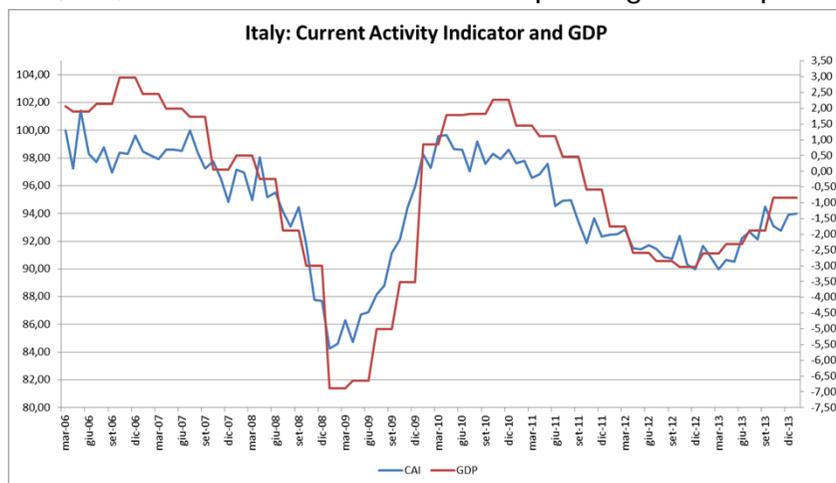


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

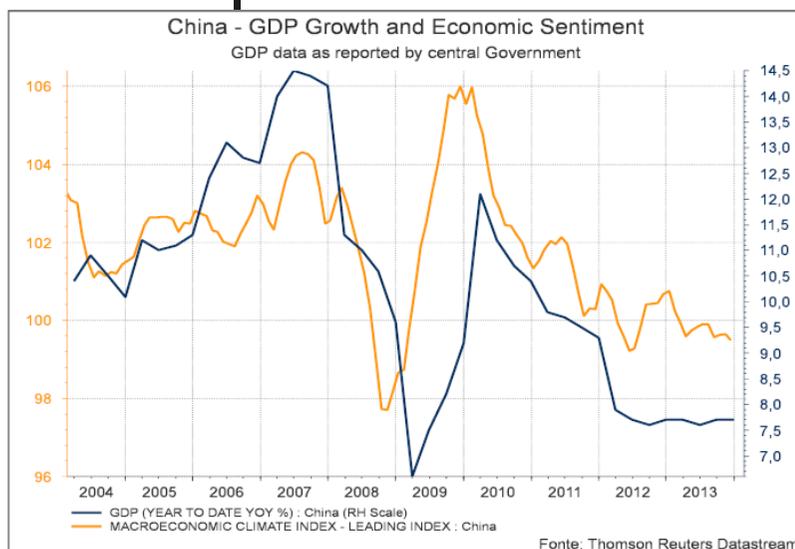
Nel 2013 l'economia italiana ha evidenziato una graduale attenuazione delle dinamiche recessive in essere dal terzo trimestre del 2011. La caduta del valore aggiunto si è infine interrotta nel terzo trimestre dell'anno passato, grazie al sostegno delle esportazioni ed al contributo positivo della variazione delle scorte. Il profilo congiunturale della domanda aggregata è rimasto tuttavia debole, e nel quarto trimestre 2013, sulla base delle stime preliminari dell'ISTAT, il PIL avrebbe registrato una crescita modesta e pari al +0,1% sul periodo precedente (-0,8% rispetto al quarto trimestre 2012). Nell'intero anno il PIL, corretto per gli effetti di calendario, è quindi diminuito dell'1,9%, un dato leggermente peggiore delle stime di consenso. La variazione acquisita per il 2014 è nulla.

I principali centri di ricerca prevedono che nel 2014 l'Italia sperimenterà una moderata ripresa dell'attività economica, consolidando la svolta nel segno della crescita che si è realizzata nell'ultimo trimestre dell'anno passato: in particolare, *Consensus Economics* indica un recupero del PIL del +0,6% nel corso dell'anno, una stima allineata con quella del FMI (+0,6%) e leggermente inferiore a quella dell'ISTAT e di Banca d'Italia (+0,7%). Nostre stime segnalano un quadro più prudente di quello indicato dal consenso (+0,4%), soprattutto per effetto di un trascinarsi nullo sul 2014. In termini tecnici, più che di ripresa si deve quindi parlare di graduale consolidamento del ciclo, dal momento che una variazione del PIL così modesta impedirà un miglioramento del quadro occupazionale, che infatti è atteso indebolirsi anche quest'anno: la disoccupazione è prevista attestarsi sopra il 13,0%, rendendo il ciclo economico più fragile ed esposto ai fattori esterni.



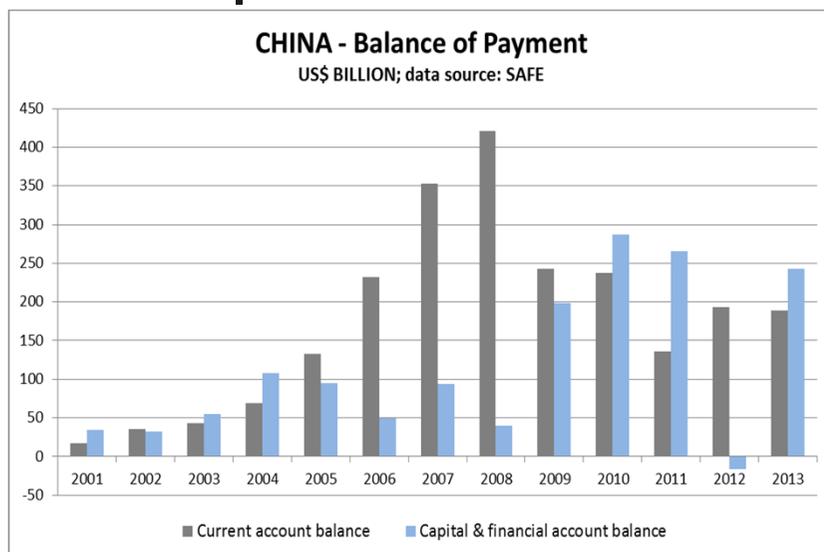
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Cina: uno scenario complesso



In Cina, la percezione di attenuazione del ciclo nei prossimi trimestri (stimiamo un tasso di crescita del GDP che nel 2014 potrebbe attestarsi nel range 7,0%-7,5%) è indotta da una scelta di policy tesa a non compromettere la stabilità delle variabili domestiche con un eccesso di credito. Nonostante la recente ripresa, l'interscambio con l'estero appare meno promettente. Occorre valutare l'andamento divergente di credito al settore privato e offerta di moneta, che segnala una certa resistenza del sistema finanziario ai controlli della PBoC.

Cina: la bilancia dei pagamenti



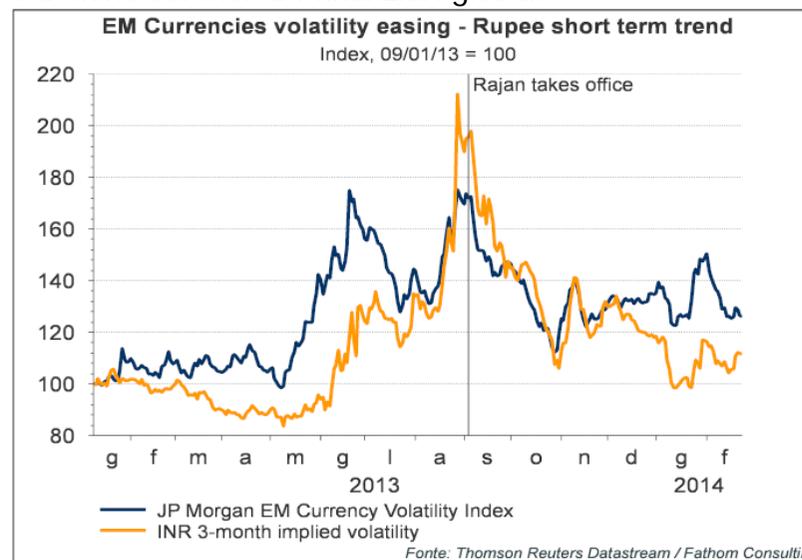
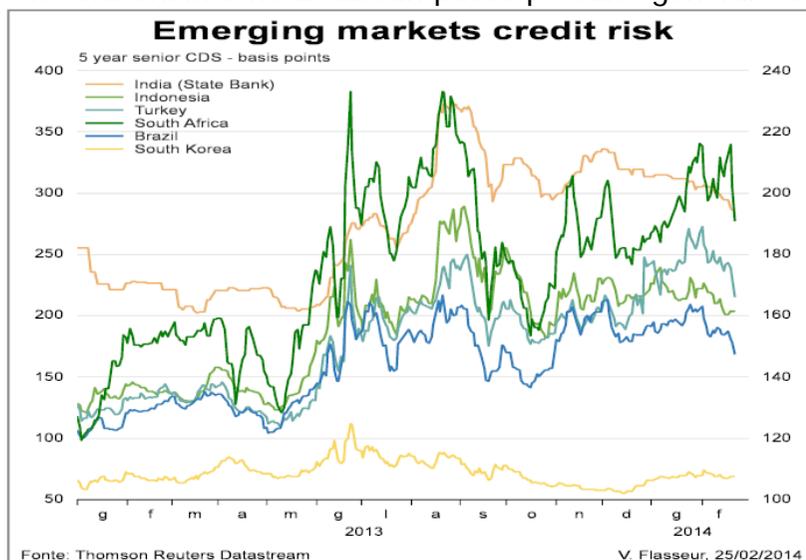
	2008	2009	2010	2011	2012	2013
Current account	420,6	243,3	237,8	136,1	193,1	188,6
Goods	360,6	249,5	254,2	243,5	321,6	359,9
Services	-11,8	-29,4	-31,2	-61,6	-89,7	-121,8
Income	28,6	-8,5	-25,9	-70,3	-42,1	-40,8
Current transfers	43,2	31,7	40,7	24,5	3,4	-8,6
Capital and financial account	40,1	198,5	286,9	265,5	-16,8	242,7
Direct investments	114,8	87,2	185,7	231,7	191,1	170,8
Portfolio investments	34,9	27,1	24	19,6	47,8	-
Other investments	-112,6	80,3	72,4	8,7	-260	-
Error and omissions	18,8	-41,4	-52,9	-13,8	-79,8	-
Overall balance of payment	479,5	400,4	471,8	387,8	96,5	431,4

Source: SAFE

I dati provvisori del 2013 rilasciati dalla State Administration of Foreign Exchange (SAFE) sui componenti principali della BoP segnalano un ritorno al doppio surplus «partite correnti e movimenti di capitale», con un significativo balzo di questi ultimi. La BoP fa segnare un surplus di 431,4mld di US\$ (il livello più elevato dal 2010); le voci più importanti della bilancia, ovvero l'export netto di beni e gli investimenti diretti, confermano una sostanziale solidità. Nel conto corrente, il rialzo della voce export netto di beni è stato tuttavia ampiamente attenuato dalla forte caduta dei servizi e dal contributo negativo dei trasferimenti. Inoltre, i flussi netti positivi della componente investimenti diretti (170,8mld US\$) sono diminuiti di circa 20mld sul 2012, una risultato che riflette però l'invito della autorità locali alle imprese più grandi del paese a investire all'estero al fine di diversificare gli attivi finanziari e reali detenuti dai residenti. Al netto di questa componente, gli investimenti diretti esteri nel paese hanno mostrato una sostanziale stabilità, confermando che la Cina rimane un paese attraente.

Scenario macro: Emerging Countries

Una nuova ondata di volatilità ha colpito i mercati emergenti, in una fase nella quale gli investitori stanno rivalutando i fondamentali economici dei relativi paesi. Mentre le pressioni sono state relativamente diffuse, i paesi con la più elevata inflazione ed i più alti deficit delle partite correnti hanno sperimentato inizialmente correzioni dei prezzi delle attività finanziarie più accentuate. Più di recente i mercati locali hanno mostrato segni di stabilizzazione, all'interno di un quadro ancora fragile, supportati da azioni delle autorità nazionali tese a rinforzare la fiducia degli investitori internazionali e a confermare un rinnovato impegno di policy. L'episodio, comunque, ha scoperto diffuse vulnerabilità, e un ambiente economico più sfidante per molte economie emergenti, alle prese con la combinazione di tassi internazionali attesi risalire, domanda internazionale più bassa e effetti negativi dalle precedenti svalutazioni sui costi interni. Nella fase di aggiustamento i tassi di cambio si sono adattati al mutamento dei fondamentali economici, e ciò potrebbe supportare un più veloce riassorbimento degli squilibri di parte corrente. Se la possibilità di svalutare è limitata da eccessi di indebitamento privato e pubblico, anche in valuta estera, è c'è il rischio di inflazione, è probabile che a livello internazionale si possano coordinare interventi sul mercato dei cambi – se le riserve domestiche lo permettono – e politiche macro più rigide, anche per evitare che le tensioni interne a ciascun paese possano generare effetti domino sui mercati finanziari globali.

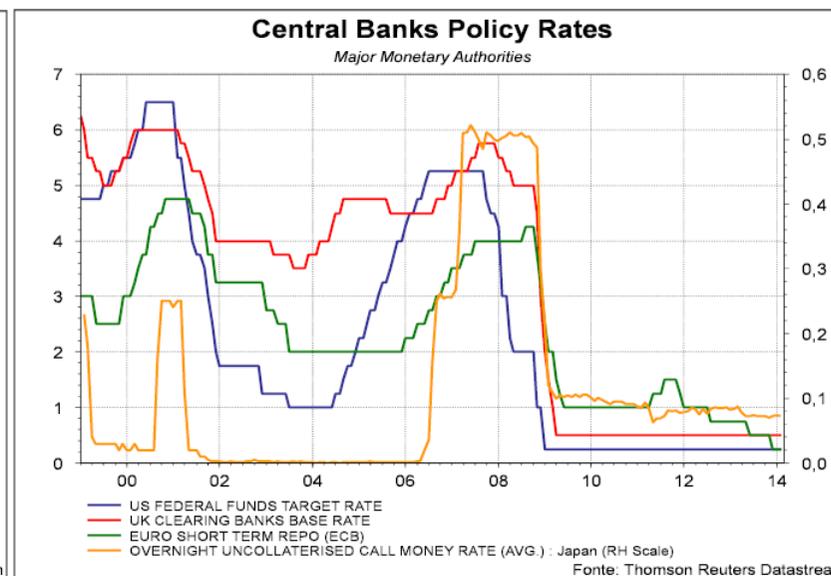
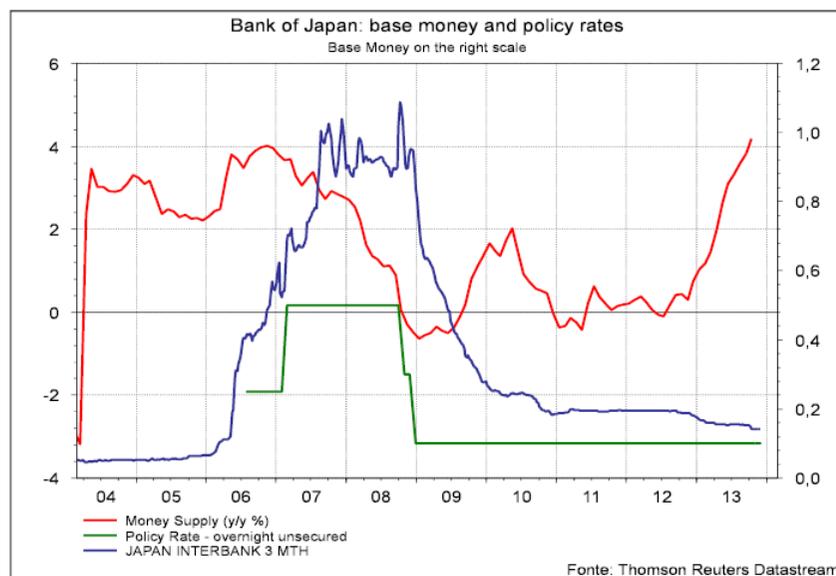


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Alla luce di uno scenario economico giudicato mediamente in ripresa dalle istituzioni internazionali, ancorché gravato da rischi non trascurabili (in particolare quelli rivenienti dalla normalizzazione da parte della FED e quelli connessi all'aggiustamento degli squilibri macro nel complesso degli EM), le banche centrali principali sono orientate ad incorporare nei loro modelli di previsione una maggiore incertezza, con riguardo ai livelli e alle tendenze della domanda aggregata, ed alla relativa volatilità macroeconomica.

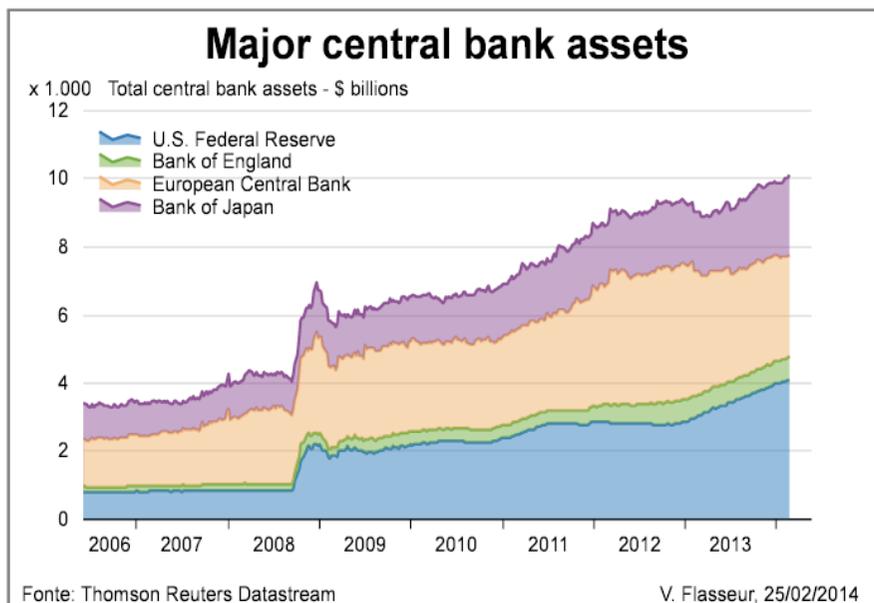
Proponiamo pertanto, in linea con il consenso, una previsione del cammino delle politiche monetarie caratterizzata da una chiave «*very low for very long*»; ciò non significa che le principali banche centrali non possano seguire tempi e modalità parzialmente diverse nella dinamica delle decisioni di policy, ma che in aggregato la dimensione dei mezzi di pagamento concessi al sistema rimarrà sovrabbondante e che l'atteggiamento di sintesi delle autorità sarà caratterizzato da «*easing bias*».



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

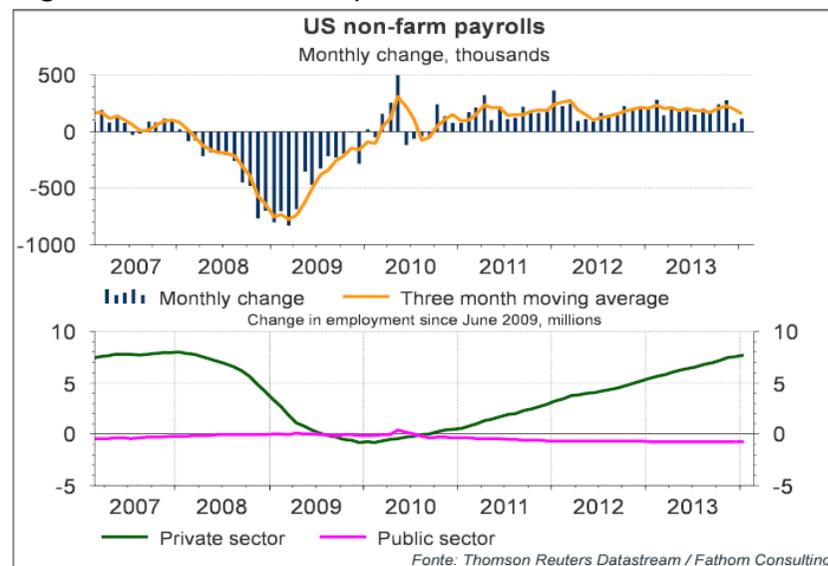
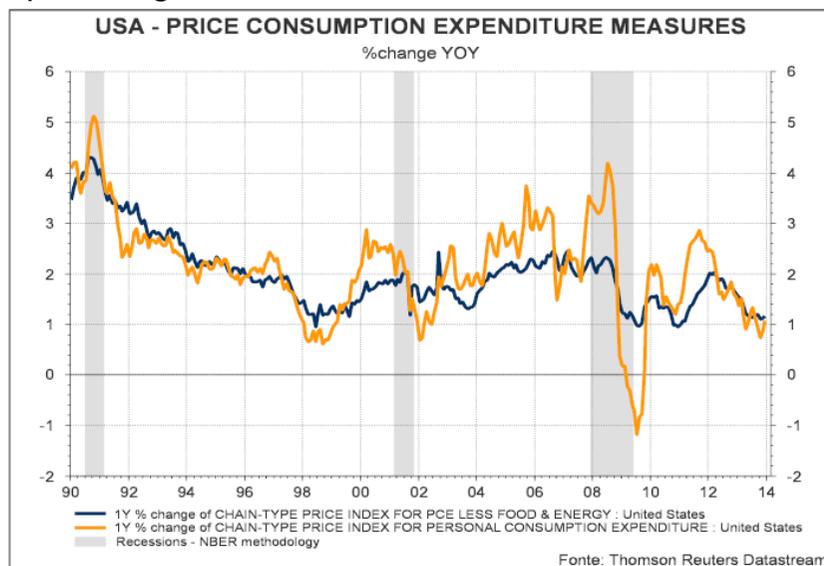
Scenario stabile ma frammentato e politiche monetarie che tendono a diversificarsi, diventando possibili fattori di volatilità autonomi. I dati di occupazione di USA e UK stanno inducendo aspettative di svolta anticipata nelle politiche non convenzionali, di recente attenuati da incertezze macro negli USA e dalla discesa del CPI sotto il target in UK. La FED ha rafforzato anche in gennaio l'impegno a ridurre gli acquisti di titoli sul mercato, e nei recenti interventi la Yellen ha confermato la continuità della normalizzazione. Si prevede che l'azzeramento del QE3 possa completarsi entro settembre-ottobre 2014. Rimane la forward guidance «low for long», un indice dei dubbi della FED sulla tenuta del quadro di occupazione, mentre è in corso soltanto la prima fase del lungo processo di normalizzazione (azzerare QE3, drenare riserve in eccesso, condurre aste di liquidità a tasso variabile, alzare tasso di policy e porlo come base d'asta delle operazioni ON sui FED Funds). L'azione della FED si riflette nella curva dei tassi USA, che tiene anche nel front-end più impattato.



La BoE, in parte sorpresa dalla rapida discesa del tasso di disoccupazione, ha rivisto la «forward guidance», suggerendo l'attesa di un livello osservato compreso fra il 6,0% e il 6,5%. Il nuovo limite sarà commisurato in prevalenza sul livello di utilizzo della capacità produttiva, ora molto basso, un elemento che secondo la BoE sta guidando il CPI al di sotto del livello target. Quest'ultimo fatto facilita il mantenimento degli impegni di policy, e nel tempo potrà rendere meno volatili sia le variabili congiunturali sia le attività in GBP.

Politiche Monetarie: la Federal Reserve

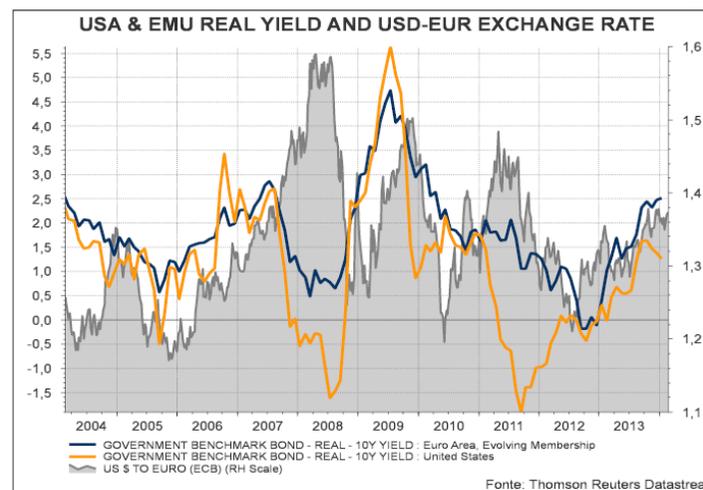
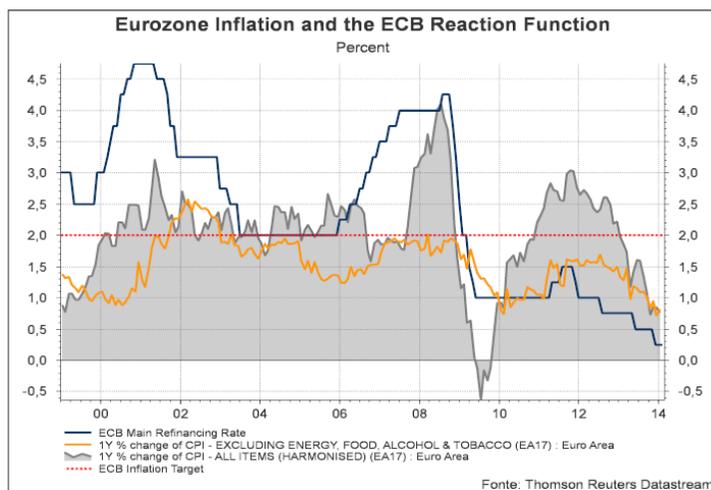
Siamo convinti che la FED manterrà un atteggiamento accomodante nel futuro prevedibile. La preoccupazione del FOMC è di indurre nel mercato un disaccoppiamento fra «*tapering*» e «*tightening*»: ma influenzare le aspettative facendole dipendere esclusivamente dal «*wording*» (le *forward guidance*) può risultare a lungo andare destabilizzante, senza far seguire azioni in grado di supportare l'impegno «*low for long*». Non escludiamo pertanto che, in assenza di dati che dimostrino in modo incontrovertibile una svolta nel mercato del lavoro (e, a monte, nella ripresa degli investimenti privati), la FED possa rallentare il ritmo della normalizzazione, ovvero temperarla con programmi che neutralizzino l'inevitabile drenaggio di liquidità che conseguirebbe al «*tapering*». La nostra previsione sui tassi di policy è coerente con le preoccupazioni evidenti della FED sul mercato del lavoro, ed è spostata nella prima parte del 2016, una scadenza più lunga di quella incorporata nel consenso: d'altronde, i tassi riflettono la componente convenzionale della politica, quella legata all'inflazione, che in tutta evidenza è il grande assente di questa fase storica.



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.

Politiche Monetarie: la BCE

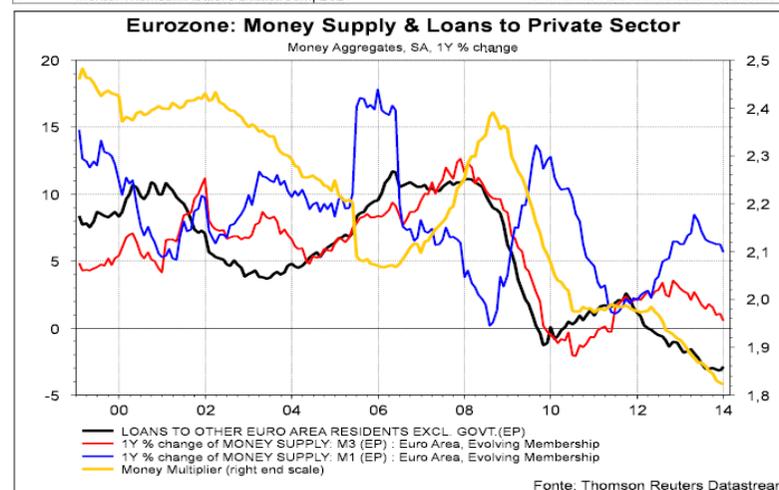
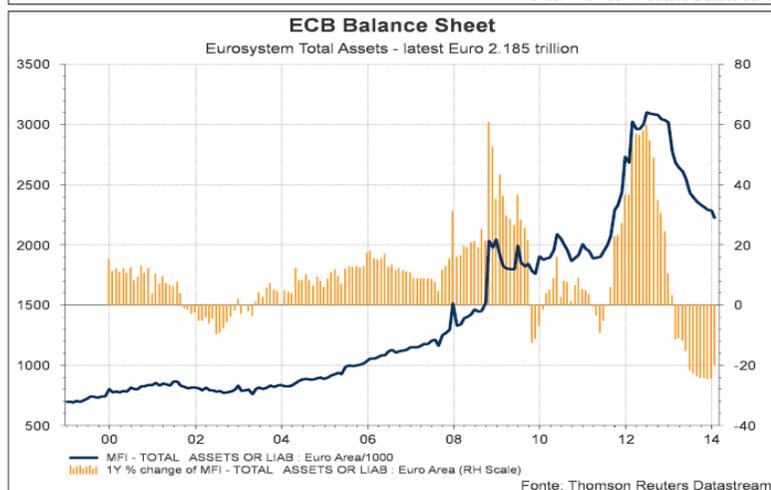
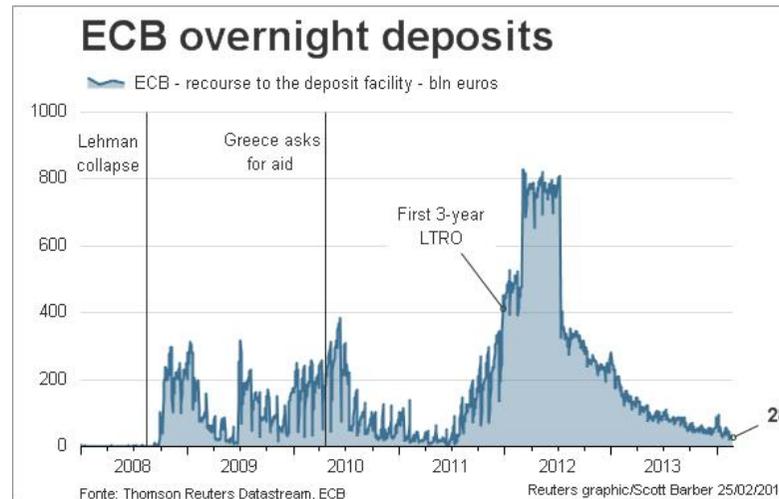
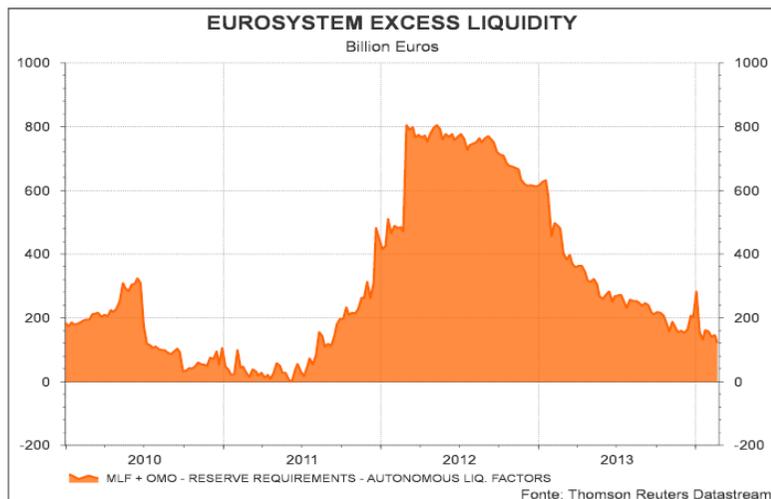
La BCE mostra crescenti preoccupazioni per la dinamica dell'inflazione, che staziona ormai intorno allo 0,7%-0,8% per le componenti *headline* e *core*. La flessione interviene nel contesto di uno scarso sostegno al ciclo della moneta e del credito. Altro fattore che non può non preoccupare la BCE è il rafforzamento del tasso di cambio contro USD, che dipende principalmente dai differenziali dei tassi di interesse reali, a vantaggio di quelli in Euro. Ora, applicando la stessa logica dei modelli alla Dornbush sopra ricordata, se c'è deflazione, il cambio non può che rafforzarsi; inoltre, se il cambio incorpora la deflazione attraverso i differenziali di interesse reali, ciò significa che paesi ad alto tasso reale remunerano in realtà la rendita, mentre paesi a più contenuto tasso di interesse reale remunerano di fatto la crescita. E allora, non sono i differenziali di crescita che determinano i valori dei tassi di cambio. Ne deriva un aumento delle probabilità che la BCE debba a breve generare una sorpresa inflazionistica, pena la debolezza della crescita e dell'inflazione, ancorché la sola politica monetaria possa risultare inefficace. Ci attendiamo a breve la liberazione dei 175mld di Euro di Term Deposit che sterilizzano il SMP, condizionati a politiche del credito garantite dalle BC nazionali, unitamente ad una riduzione a -0,15% del tasso di remunerazione del deposito marginale.



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 BCE ed i mercati monetari EMU

I mercati monetari dell'Eurozona incorporano l'insoddisfacente andamento di moneta e credito nel sistema economico. Peraltro, i mezzi di pagamento di fonte ufficiale si sono ridotti in valore assoluto, provocando una flessione del deposito marginale e dell'attivo della BCE. La discesa continua del moltiplicatore monetario riflette l'avversione al rischio del sistema bancario.



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

I mercati FI sono impegnati nella ricomposizione dei portafogli connessa alla ricorrente volatilità sperimentata nel corso del primo bimestre dell'anno. Le turbolenze che hanno colpito i paesi emergenti e le relative attività finanziarie non hanno nascosto il principale fattore sottostante la futura evoluzione del quadro del Fixed Income, ovvero la continuazione del «tapering» da parte della Federal Reserve. Tuttavia, il mercato ha già incorporato nelle valutazioni della curva USA l'azione attesa della banca centrale americana, e si è piuttosto avvantaggiato di un possibile ritardo della normalizzazione (connesso ad un avvio del 2014 più debole per le prospettive del GDP USA) e dell'occasionale flight to quality intervenuto nelle fasi di maggiore instabilità degli EM. Tutta la struttura a termine USA ha così evidenziato una sorprendente stabilità, compreso il front-end, potenzialmente più impattato dall'azione della FED. Flessioni marginali si sono così osservate in tutte le curve benchmark, ancorché per la curva tedesca gli spazi, a partire dai depressi valori attuali, appaiano ormai molto limitati, dato che a fronte di dinamiche dell'inflazione dell'area Euro molto deboli, ci sono prospettive per la crescita del GDP in Germania molto solide.

Ulteriori e graduali compressioni hanno riguardato i mercati periferici dell'Eurozona, le cui relative curve hanno beneficiato della stabilità dei benchmark. Sono andati molto bene i governativi di Portogallo e Grecia – dove si sta discutendo di una nuova tranche di aiuti nell'ambito di un'eventuale revisione degli impegni sul debito pubblico – ma anche Italia e Spagna hanno sperimentato marginali flessioni dei credit spread.

Qualche lieve miglioramento si è visto anche negli spread sovrani relativi al complesso degli emittenti EM più liquidi (raggruppati nell'indice EMBI+ di JP Morgan), grazie in particolare alla diffusa flessione degli indicatori di rischio impliciti nei CDS più brevi. Giova tuttavia sottolineare che tale andamento non è stato il riflesso di un'accumulazione della domanda, ma piuttosto di una flessione dal lato dell'offerta prospettica di carta sul mercato primario.

Credit Markets

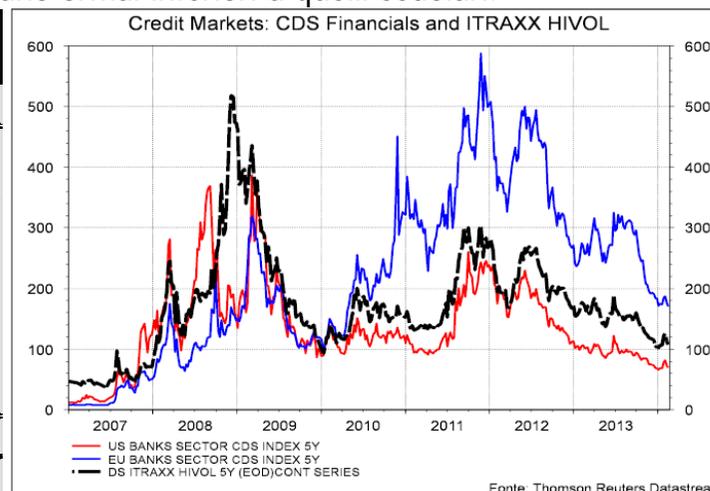
I mercati del credito stanno attraversando una fase di stanchezza ciclica, dovuta al fatto che gran parte del data-flow caratteristico è già incorporato nei prezzi e negli spread, ormai giunti – quanto meno per gli emittenti USA - sui minimi post crisi e li appoggiati da tempo. Le agenzie di rating hanno rilasciato gli outlook relativi ai tassi di default attesi per il 2014, da cui si evince che per il complesso degli emittenti di grado speculativo, i profili di bilancio e di *cash flows* rimarranno buoni. Dal momento che in gran parte lo spread incorpora i rischi di credito, un'ulteriore riduzione degli spread creditizi stessi potrebbe essere giustificata, sia pure partendo da livelli molto contenuti.

Crediamo tuttavia che lo spread contenga un premio addizionale per la volatilità e per la liquidità di mercato secondario, e da questo punto di vista il futuro immediato è meno promettente, sia perché i tassi benchmark sono instabili, sia perché le condizioni di mercato secondario sono più tese ed i *bid-ask spread* – *piuttosto ampi* - segnalano scarsa disponibilità a trattare da parte dei *market-makers*.

Fra gli emittenti IG, detto in precedenza che riteniamo possibile un *repricing* ulteriore degli emittenti europei (basti osservare la continua flessione dei CDS spread nel segmento Financials), fra gli emittenti USA preferiamo i rating BBB ai rating A, a causa di una maggiore tenuta dei margini, di un «*interest coverage ratio*» migliore, e di una minore retrocessione agli azionisti dei profitti netti. Più spazio per gli HY USA rispetto a quelli Europa, anche per via di un mercato più liquido e più diversificato, ancorché i rendimenti attesi siano ormai inferiori a quelli cedolari.

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	27	42.200	36	39.982	237	346.528
Financial	31	47.325	33	53.144	247	239.749
Utilities	5	3.100	5	2.550	94	44.793
Yankee Bonds	44	66.680	42	61.575	257	351.244
Sovereign	13	23.500	16	22.200	49	72.600
Emerging Markets	7	3.700	20	9.210	59	28.395
High Yield	50	30.230	111	56.193	575	306.719
Agencies	24	42.300	33	66.447	138	181.958
Total	201	259.035	296	311.301	1656	1.571.986

Fonte: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending Feb 21/14

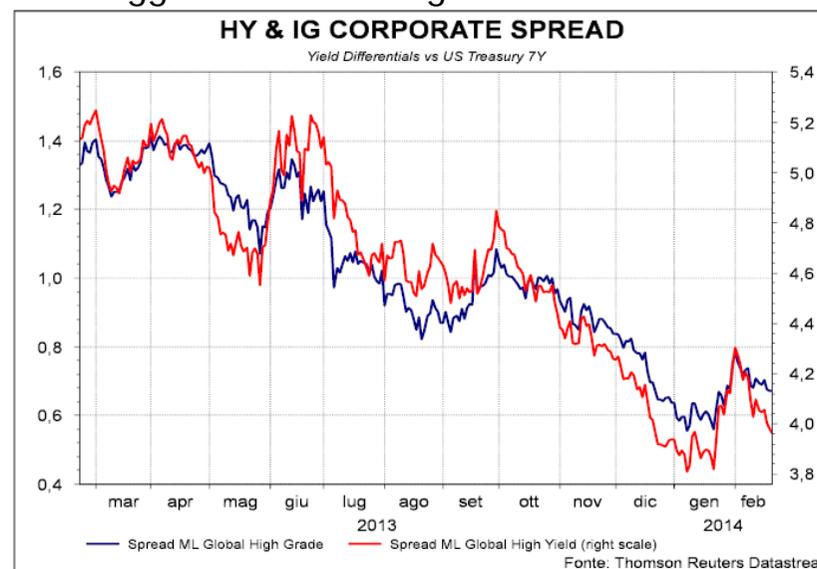


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 rendimenti dei Corporate Bond si stanno comprimendo soprattutto nel complesso degli emittenti High Yield, che la settimana scorsa hanno toccato un minimo a quota 4,42%; gli IG hanno registrato invece un marginale rialzo, contenuto in circa 18 punti base, al 2,24%. Si vanno comprimendo anche i differenziali fra i credit spread HY-IG, che puntano ad ulteriori minimi. In un contesto caratterizzato da movimenti limitati dei rendimenti e degli spread dei titoli governativi, e da un contesto mediamente avverso per gli spread sovrani EM, i settori Corporate HY potrebbero continuare a generare performance migliori degli altri segmenti Fixed Income, dal momento che rispetto ad essi offrono un più elevato carry.

Non ce la sentiamo di suggerire un incremento delle posizioni sui sovrani EM, soprattutto quelli in divisa, dal momento che in generale le turbolenze sugli Emergenti, che riteniamo continueranno, penalizzeranno le valute locali a vantaggio del USD, che per l'appunto è la valuta privilegiata nelle emissioni internazionali di quei paesi. L'indice EMBI+ si aggiusterà di conseguenza.

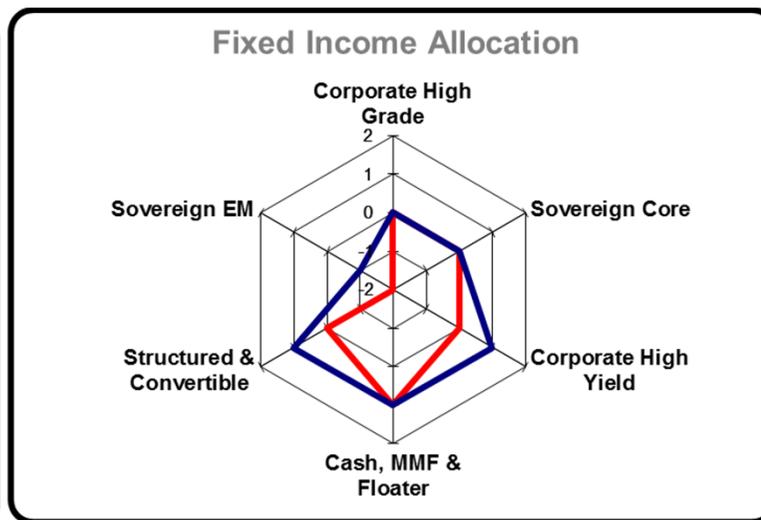
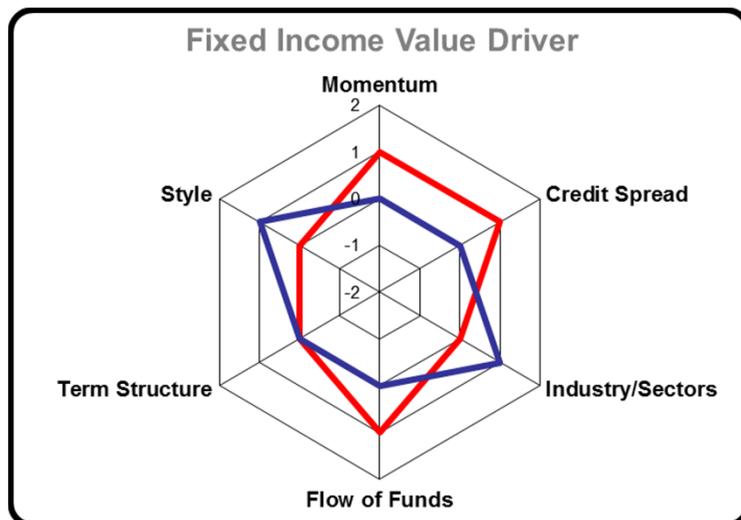


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

L'avvio del 2014 ha riproposto i segmenti Fixed Income, ma in febbraio ha prevalso la ricerca di rendimento sui benchmark, favorendo i periferici. Non si è fatto eccezione per la scadenza, dal momento che i premi per il rischio avevano ancora spazio per una flessione. I driver della performance si vanno modificando in questa fase, e le strategie opportunistiche stanno lasciando il campo ad una maggiore riflessività: la preferenza va ai Corporate HY, indifferentemente di emittenti USA ed Eurozona, caratterizzata da un carry positivo e da un sensibile miglioramento dei dati aziendali. Per lo stesso motivo, suggeriamo un accumulo di convertibili, che in più sono storicamente indipendenti da valutazioni connesse con le aspettative cicliche. Attenzione quindi ai posizionamenti settoriali ed agli stili, perché dagli attuali bassi livelli dei credit spread, ulteriori accelerazioni al ribasso devono far selezionare emittenti e settori in cui il volume delle emissioni sul primario è scarso relativamente alle necessità degli investitori istituzionali.

Nell'ambito di un accorciamento della duration sui governativi, preferiamo accumulare piccole posizioni sui periferici EMU, sostenuti da tre drivers: 1) fondamentali in miglioramento (meglio Portogallo e Spagna); 2) ricerca di rendimento (meglio Italia, il mercato è più liquido e più diversificato); 3) rapida flessione dei rischi di default (operazioni su CDS o CDS+Cash Spread, con profili di rischio contenuto, benchmark Irlanda).



-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.

Global Equity markets

Crediamo che i prossimi mesi vedranno una continuità delle tendenze dell'equity, ma il driver di sostegno passerà dalle valutazioni agli utili attesi e quindi ai fondamentali economici del valore: ciò indurrà maggiore selezione.

Da questo punto di vista l'Eurozona potrebbe beneficiare di un doppio volano, con valutazioni sostenute da politiche monetarie molto accomodanti e utili che dovrebbero tendere al riequilibrio, generando frequenti sorprese. Segnaliamo che, in base alla nostra analisi, i mercati che più hanno incorporato nelle performance annuali il riprezzamento delle valutazioni, sono stati Francia e Germania. E che ben dietro si trovano Italia e Spagna, mercati quindi da ritenere decisamente più attraenti, ovvero dove il peso del miglioramento degli utili potrà generare migliori performance.

In tale quadro, il rafforzamento dei cicli economici nei paesi DM e negli USA in particolare fa preferire le attività esposte al ciclo, soprattutto beni intermedi e tecnologia; d'altra parte un incremento molto graduale dello scenario di crescita potrà contribuire ad ancorare sia la volatilità dell'equity che i credit spread, attesi in ulteriore calo.

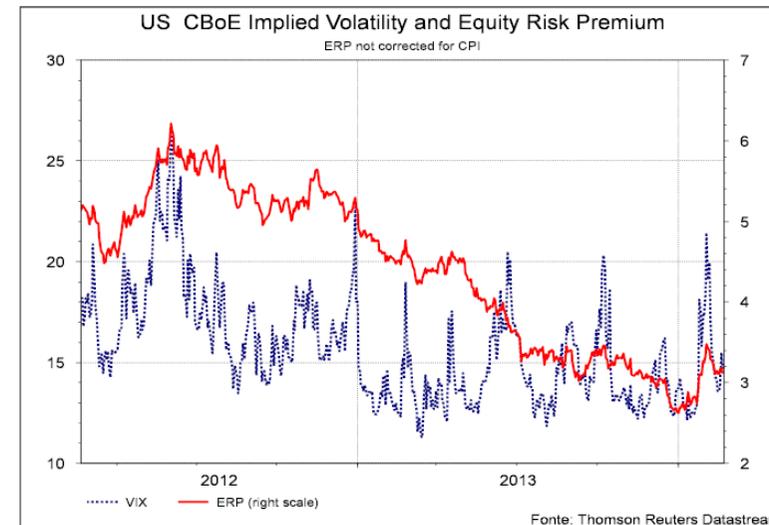
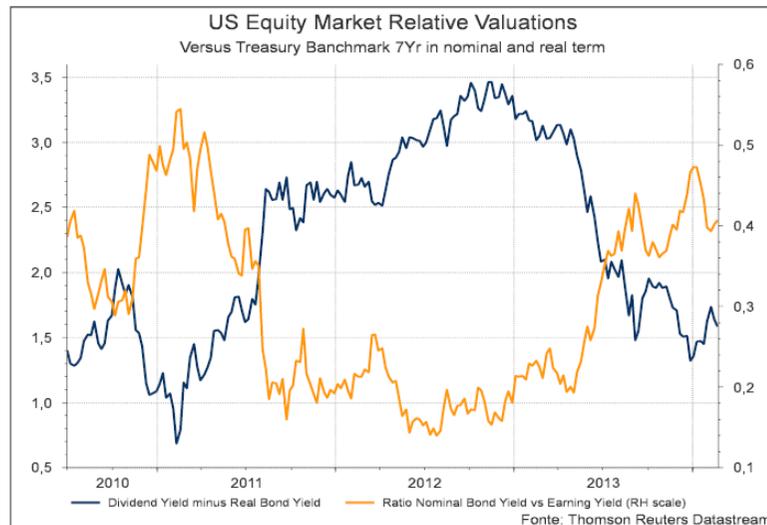
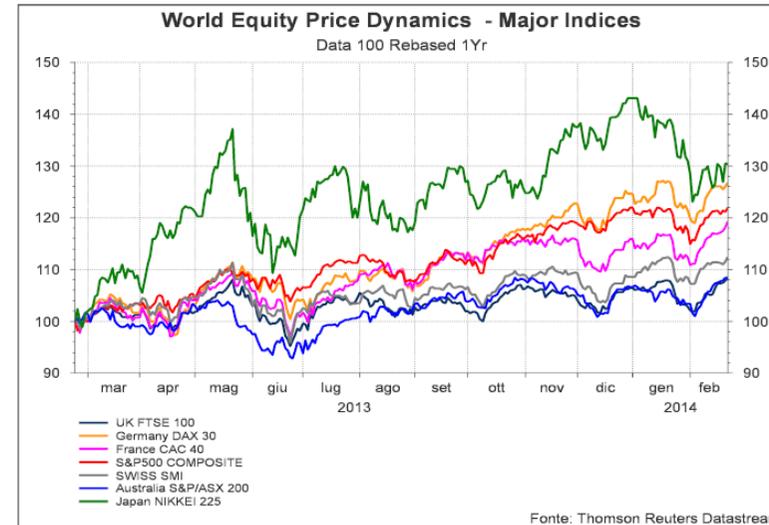
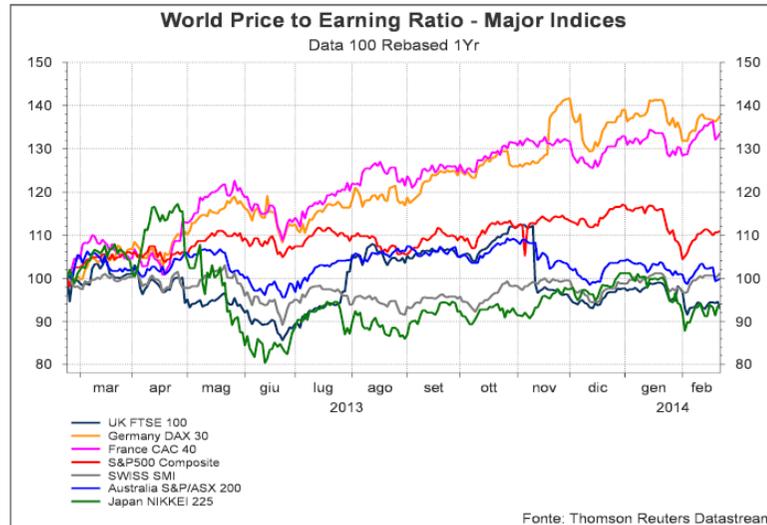
Benché i multipli siano saliti, rimanendo al di sotto delle medie storiche, gli Equity Premium sono ancora molto elevati, grazie a rendimenti reali negativi o nulli. D'altra parte, ricavi e EPS sono saliti molto meno dei multipli, un fatto che suggerisce l'ipotesi di mercati caratterizzati in futuro da aspettative che si auto-rinforzano: la ripresa economica e quindi dei fondamentali aziendali potrebbe infatti convincere gli investitori che si trovano in un contesto di crescita dei valori azionari di lungo periodo, dove brevi ed anche intensi episodi di correzione potranno essere assorbiti.

PRINCIPALI INDICI DI BORSA				Crescita Utile per Azione			Rapporto Prezzo/Utile		
	chiusura 20/02/2014	variazione 2014	Dividend Yield	2014	2015	2016	2014	2015	2016
S&P 500	1839,78	-0,5%	2,4%	6,1%	8,6%	10,9%	16,7	15,4	13,9
S&P GICS Information Tech.	4267,55	2,2%	2,2%	1,9%	8,8%	10,8%	16,6	15,2	13,8
EURO STOXX (EUR)	319,43	1,6%	3,8%	-5,6%	15,8%	14,9%	16,1	13,9	12,1
FTSE-100 INDEX	6812,99	0,9%	4,0%	-7,7%	9,8%	9,5%	14,7	13,4	12,2
TOPIX First Segment	14449,18	-11,3%	1,7%	29,8%	73,0%	8,0%	23,8	14,4	13,4
MSCI WORLD INDEX	1180,35	-0,4%	2,8%	6,0%	9,3%	11,2%	16,2	14,9	13,4
MSCI EMERGING MARKETS	45393,94	-3,7%	2,8%	10,4%	10,8%	10,2%	11,2	10,1	9,2
MSCI PACIFIC	758,60	-5,7%	2,5%	38,2%	8,4%	9,5%	14,9	13,7	12,5
MSCI EM LATIN AMERICA	1597,97	-3,7%	3,5%	2,2%	18,5%	12,0%	13,6	11,5	10,2

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.

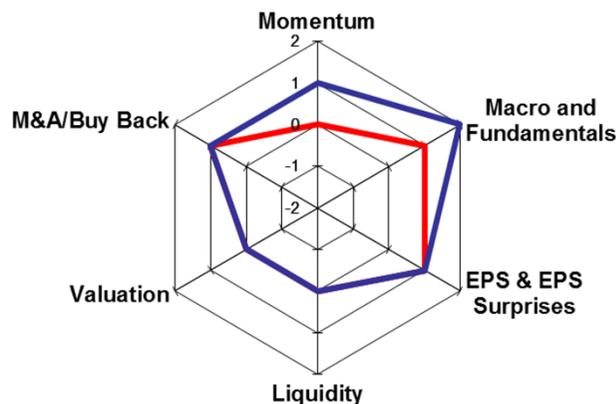
Global Equity markets



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.

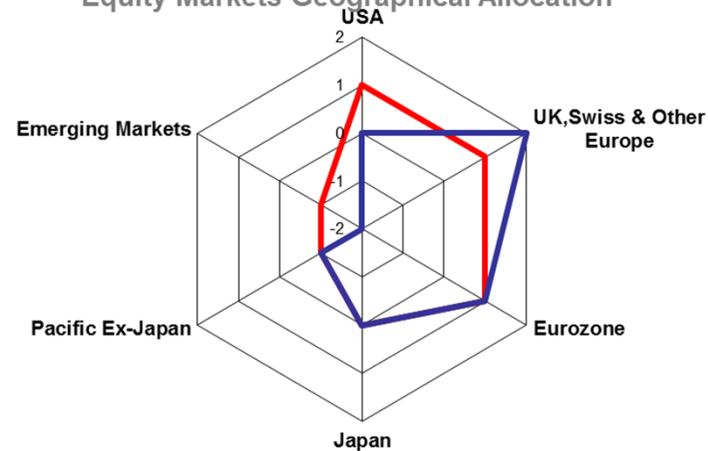
Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



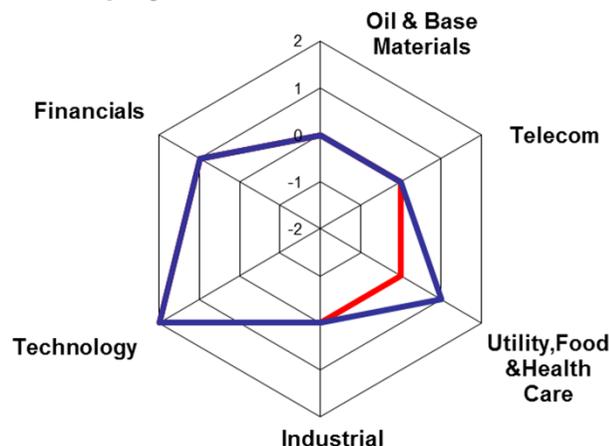
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



Abbiamo rivisto al rialzo l'esposizione azionaria in UK e Svizzera, favoriti l'una dal quadro macro e l'altra da valutazioni settoriali attraenti (Pharma, Food). La posizione USA è passata a neutrale. Manteniamo un peso molto inferiore al benchmark sugli EM, sovraesposti ai rischi di scenario locale e di cambio, riducendo il Giappone per correlazioni. Quadro macro ed EPS supportano le scelte, che tuttavia rimangono selettive e prudenti: preferiamo quindi i *very early stage*, gli anticipatori della primissima fase della ripresa, ovvero i Tecnologici ed i Beni Intermedi, mentre buone opportunità ci sono nel Farmaceutico e nel Lusso (limitatamente al segmento Gioielleria).

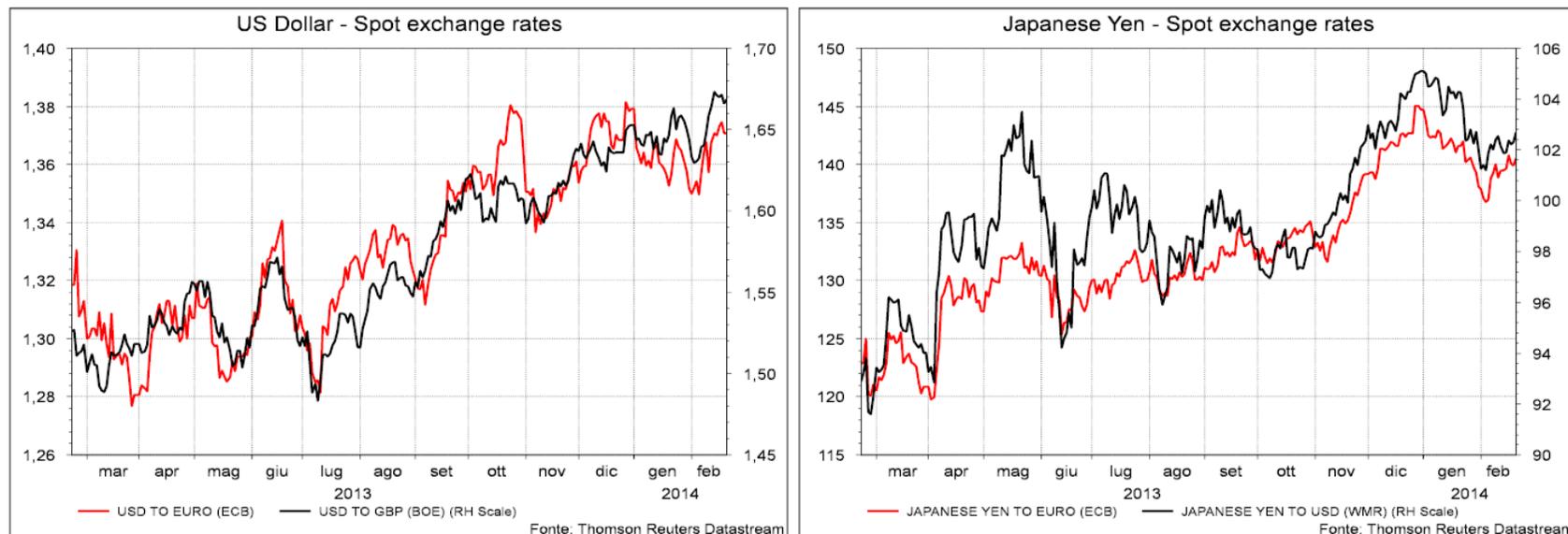
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Le recenti turbolenze politiche e sociali in Ucraina, Venezuela, Turchia e Thailandia hanno aggiunto volatilità ad un quadro valutario che per gli EM era già compromesso da maggio 2013. La svalutazione del Peso ARS è stato infine il grilletto che ha scatenato il panico sui mercati globali. Dal momento che nel nostro scenario prevediamo la prosecuzione dell'aggiustamento degli squilibri macro presenti in numerosi paesi emergenti, riteniamo conseguente ipotizzare un possibile ribilanciamento dei tassi di cambio globali, che potrebbe assumere localmente, ma più diffusamente, il carattere di una crisi valutaria. La crisi degli EM, che coinvolge per motivi diversi tutti i BRIC, induce peraltro prospettive negative sui mercati delle commodity, con ciò coinvolgendo nel possibile aggiustamento valutario anche gran parte delle divise ad esse connesse (in particolare lo ZAR, l'AUD ed il BRL).

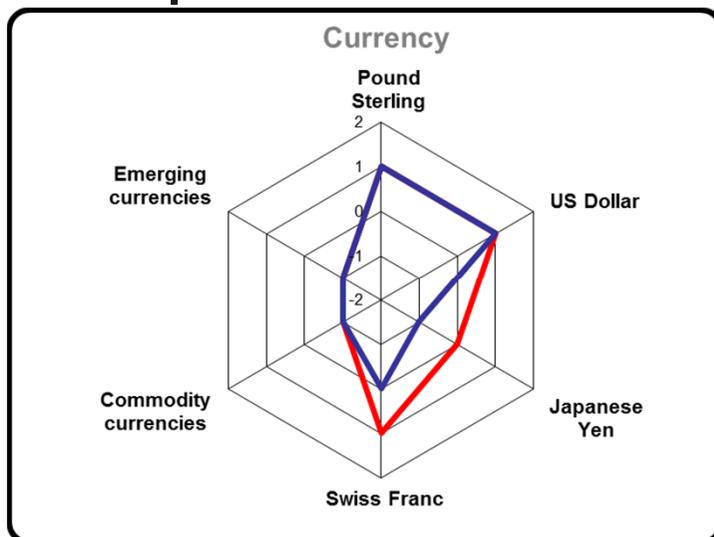
Nel breve la situazione appare essersi stabilizzata, con USD che è atteso mediamente debole contro GBP, stabile contro EUR, ma forte contro un basket short «AUD, CAD, JPY ed EM CCY».

Fra le divise emergenti, occasioni speculative si attendono su INR – posizioni a medio termine - e IDR anche nel breve, mentre permane un atteggiamento degli istituzionali ambiguo sul BRL e sullo ZAR, entrambe valute caratterizzate da ampi squilibri domestici e da una significativa dipendenza dal ciclo delle commodity.

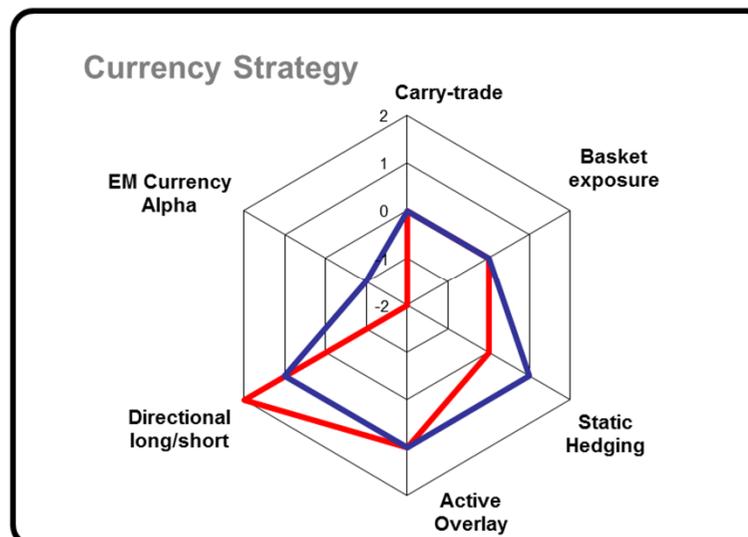


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

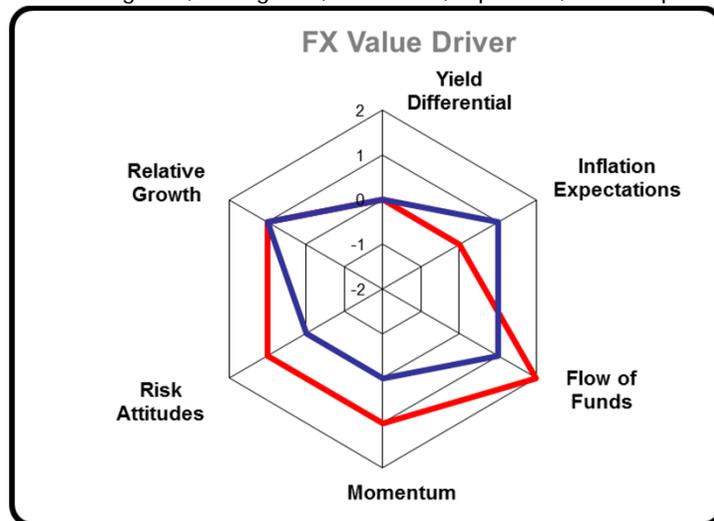
FX Markets: strategia



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



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

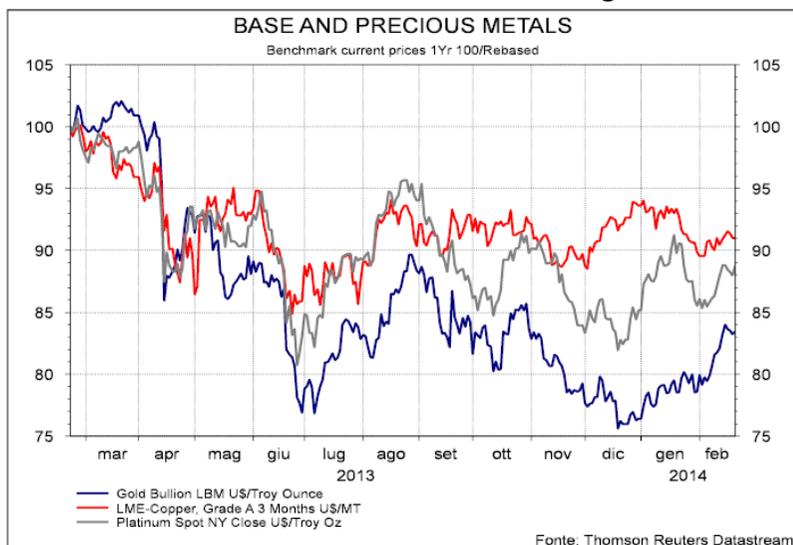


Manteniamo una preferenza per GBP contro il complesso delle divise competitors, specialmente nelle posizioni direzionali. Su JPY la posizione prevalente è «net short», per effetto dell'appesantimento della bilancia commerciale. USD è la divisa preferita nei basket contro AUD, CAD, JPY e EM CCY. Abbiamo ridotto le operazioni direzionali tattiche, a vantaggio delle posizioni Active Overlay. Livelli di volatilità contenuti suggeriscono l'accumulo di operazioni di copertura strategiche in questa fase, favorite da costi favorevoli. Il mercato valuta le aspettative di inflazione, riducendo così gli spazi di trading.

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

Il complesso delle commodity si è significativamente apprezzato nel mese di febbraio, e più in generale da inizio 2014. Fattori temporanei e stagionali hanno fatto da sostegno ai prezzi delle materie prime Energy, salite del 6,7% in febbraio, e delle Agricole, in rialzo di oltre l'8,0% nello stesso intervallo. Su queste ultime pesano, oltre che la stagionalità ed il meteo, anche le decisioni relative ai progetti di semina di Soia, Mais e Grani, che hanno visto ridurre gli acri destinati al Mais in Brasile e Stati Uniti, a vantaggio della Soia. Inoltre, ai bassi livelli di prezzo relativo toccati dal Mais rispetto ai Grani nel 2013, risulta più conveniente per i produttori di mangimi animali acquistare il primo a scapito del secondo. La domanda di copertura e le sostituzioni sul mercato fisico sono quindi le determinanti della performance delle Agricole nel primo bimestre del 2014. Arrancano i Metalli Industriali, caratterizzati da eccessi di scorte e scarsa domanda dagli EM: la debolezza del Rame in particolare è sintomo di un ciclo ancora frammentato. E' ottimo l'andamento dei Metalli Preziosi, sostenuti da Argento e Oro, ma il calo delle tensioni sta frenando le dinamiche.



GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX

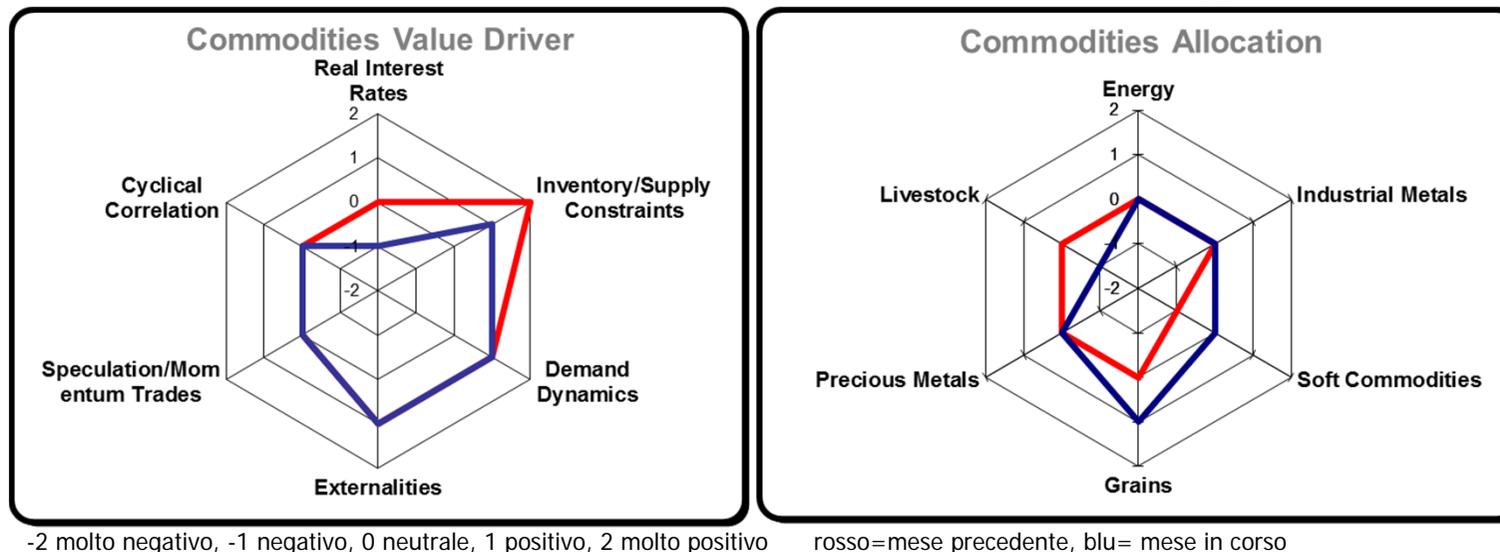
Constituents	week%	mth%	2014ytd%	2013final%
S&P GSCI Commodity	2,33%	6,05%	3,24%	-2,21%
S&P GSCI Energy	2,40%	6,69%	2,55%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	1,07%	-2,58%	-1,71%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	0,82%	3,42%	8,02%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	3,30%	8,38%	6,70%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	1,91%	5,39%	9,86%	-29,31%

Fonte: Datastream - dati al 20 02 2014

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

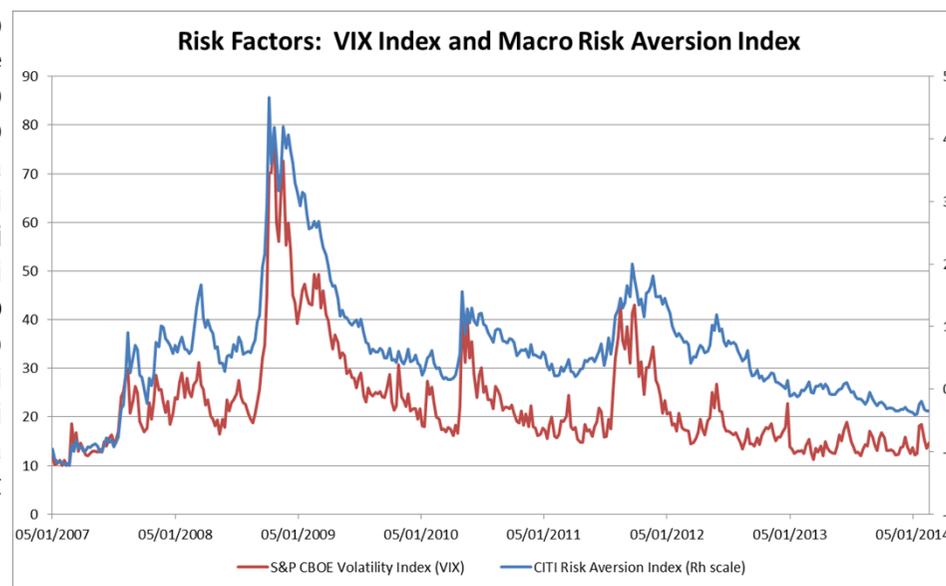
Le commodity continueranno a sperimentare dinamiche diversificate, come riflesso di fattori specifici e locali più che di elementi di scenario. In tale contesto, potrà prevalere la componente speculativa, con ciò aumentando la dipendenza delle scelte di investimento dal newsflow e dalle opportunità offerte dai mercati finanziari. I prezzi sono quindi per lo più destinati ad incorporare comportamenti opportunistici, oppure le esternalità (non è escluso ad esempio un intervento dell'OPEC a razionare l'offerta di greggio, soprattutto dopo che si è trovato un accordo con l'Iran sul programma nucleare che condurrà ad una graduale rimozione delle sanzioni). Nel futuro prevedibile, a fronte dello scenario sopra delineato, i mercati dei materiali di base saranno in generale penalizzati, mentre le opportunità di investimento si concentreranno nei temi che sommano finalità di protezione in una fase di turbolenza a valutazioni relative ai fondamentali di domanda e offerta. In tale senso, confermiamo la view positiva sul Platino e sul Palladio, suggeriamo cautela sull'Oro, e apriamo una posizione di medio termine sul mais, per effetto della flessione delle estensioni seminate a vantaggio della soia.



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 febbraio i listini azionari si sono stabilizzati, chiudendo in media sui livelli di fine gennaio. Hanno fatto eccezione Milano da un lato (+2,0%) e Tokyo dall'altro (-5,7%), dove sussistono valutazioni ed esposizioni al rischio molto diverse. Sia pure attenuata, la correzione degli squilibri accumulati dal complesso degli EM ha continuato a scaricarsi sulle aziende locali quotate. Hanno costituito fattori di disturbo bolle di volatilità a breve, e l'andamento divergente degli indici di avversione macro e micro segnalano l'accumularsi di posizioni protettive nei portafogli istituzionali. La diffusione della crisi fra gli EM non ha provocato aumenti indiscriminati della volatilità FX, mentre sono scesi i rischi di default impliciti nei CDS. Rimane sotto pressione il Real, mentre la modesta ricomposizione dei carry-trades ha fatto rientrare la volatilità di AUD e CAD. La volatilità del Bund riflette accumulo di posizioni «net long».

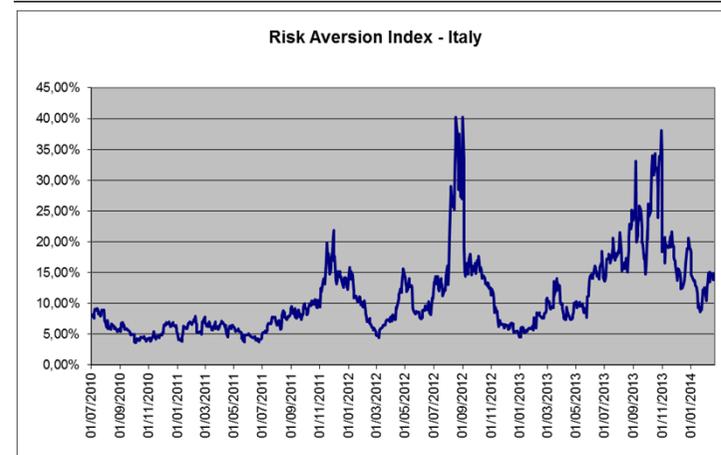
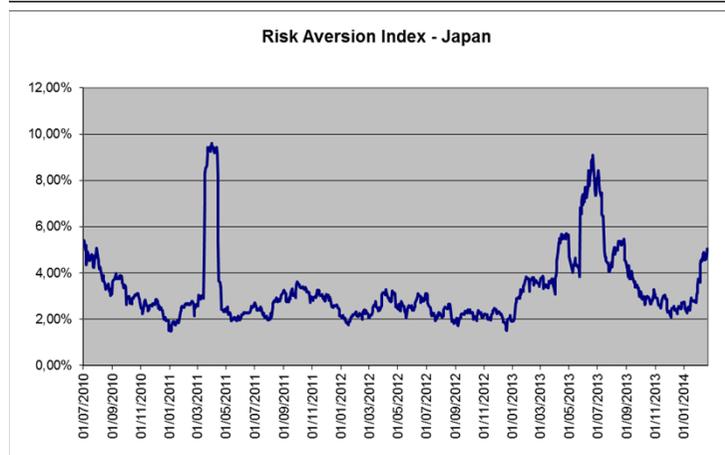
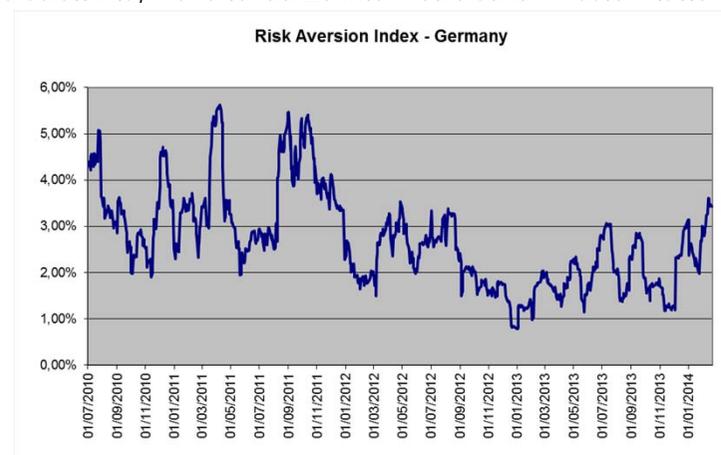
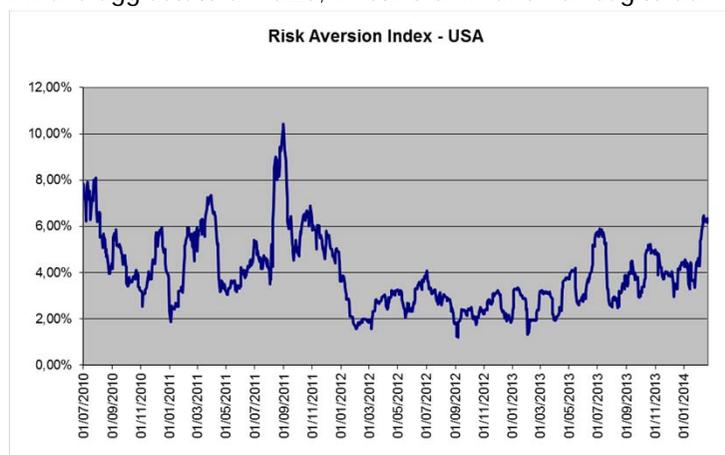


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	December	January	February	December	January	February	December	January	February
USA	30,33	24,97	22,39	9,28	11,73	14,66	-	-	-
Brazil	19,25	17,32	14,11	20,14	18,76	21,99	16,17	10,29	12,76
Mexico	18,77	11,78	13,06	13,40	14,15	14,20	10,40	8,53	9,96
UK	28,42	21,71	20,45	7,97	9,92	9,38	6,09	6,62	6,13
France	25,51	18,55	22,46	9,71	14,71	10,76	7,31	6,61	5,21
Germany	33,45	23,21	30,03	5,82	15,38	12,48	7,31	6,61	5,21
Italy	18,92	18,67	16,10	19,29	14,44	15,99	7,31	6,61	5,21
Japan	31,08	36,96	23,27	21,65	23,64	33,02	4,48	9,03	7,13
Australia	17,27	19,83	19,96	9,48	9,78	12,79	8,60	9,91	9,37
Canada	24,24	24,65	26,02	5,92	9,21	10,26	4,22	6,52	5,51

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

Nel mese di febbraio le attitudini degli investitori verso il rischio hanno evidenziato dinamiche più uniformi, connesse al consolidarsi di un consenso meno compiacente con la l'ampiezza della ripresa globale ed alla valutazione degli impatti della maggiore volatilità rivniente dalla inversione dei flussi di capitale verso i paesi emergenti. Gli indici di avversione al rischio hanno segnalato il cambiamento di clima sui mercati, con significativi incrementi del RAI in Germania, negli USA e in Giappone. Quest'ultimo appare esposto sia a fattori domestici che a fattori esterni, viste le interconnessioni con il complesso degli emergenti asiatici. Anche in Italia il RAI si è aggiustato al rialzo; il listino di Milano ha reagito aumentando la selettività, ma le tendenze intermedie sono rimaste intatte.



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

- Il quadro macroeconomico segna la strada di una continuazione delle tendenze intermedie dei mercati, che favorisce le azioni DM, i Corporate HY e i Convertible Bonds.
- Il ritardato rafforzamento del USD induce tuttavia a rinforzare il peso dei listini Europei.
- E' in corso una rotazione dei driver fondamentali dell'Equity, dalle valutazioni (ora superiori in molti casi al fair value) agli EPS ed ai ricavi caratteristici. In tal senso, manteniamo un'esposizione equivalente a quella USA nei listini dell'Eurozona, che superata la recessione, potrebbero caratterizzarsi per frequenti sorprese positive sui dati aziendali. Occasioni sono Italia e Spagna
- Nel breve i fattori di rischio nel complesso delle obbligazioni sovrane «core» operano in modo meno intenso: il moderato indebolimento della domanda in USA, e la flessione dell'inflazione e delle relative aspettative in UK ed EMU renderanno stabili le curve dei rendimenti, rinviando l'irrigidimento del front-end almeno di un bimestre, quando sarà più evidente il «tapering».
- Vediamo prospettive per USD contro divise espressione di squilibri macro (EM e Commodity Currencies), ma dinamiche più ambigue e conseguenti range-trades ampi per le divise «core» specie Euro e Sterlina, l'una sostenuta dai tassi reali e l'altra da una ripresa senza inflazione.
- C'è evidente valore nel complesso delle Convertibili, mentre la scommessa su ulteriori cadute dello spread Corporate dipende dal minor peso delle emissioni sul primario, dal miglioramento della liquidità di secondario, a fronte di una avvenuta diminuzione della volatilità del front-end delle curve sovrane. Ci piacciono le classi BB-/B+ con outlook positivo fra gli HY (USA ed EMU), e BBB-/BBB con outlook positivo fra gli IG (principalmente Financials EMU).
- Sulle Commodity vediamo spazi selettivi sulle Agricole, sul Palladio e sul Platino.
- Vediamo la persistenza di rischi rilevanti nei mercati EM Sovereign, Corporate ed 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.

Global Market Model Macro Trend

GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

Macro Asset Classes	tactical view	strategic view		tactical view	strategic view
EQUITY INDICES (local currency)			CORPORATE BONDS, STRUCTURED & SPREADS		
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	--	-	FOREIGN EXCHANGE (€uro cable)		
EM - EAST EUROPE	-	=	UNITED STATES \$	=	++
GOVERNMENT BONDS & SUPRANATIONAL (prices)			BRITISH POUND	++	+
USA	-	--	JAPANESE YEN	-	--
GERMANY (EMU)	+	-	SWISS FRANC	=	-
JAPAN	+	-	COMMODITY CURRENCIES	--	=
UNITED KINGDOM	-	--	HY CURRENCIES	--	-
EUROPE - OTHERS	=	+	COMMODITIES (GSCI indices)		
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

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.