



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

- Dopo un avvio di 2016 che ha visto turbolenze diffuse e fughe verso la protezione, possiamo confermare che l'anno sarà caratterizzato da prevalenti tendenze all'indebolimento delle attività finanziarie, che non sostenute dai fondamentali economici del valore, potranno essere guidate da visioni opportunistiche connesse a algoritmi di analisi tecnica, con aumento della volatilità.
- Per il 2016 occorre guardare con attenzione al ciclo del credito nei paesi emergenti: dai precedenti eccessi essi si aggiustano con la svalutazione (che accumula debito estero) e con la deflazione interna (politiche restrittive), ma gli effetti sul ciclo potranno essere molto negativi: ci attendiamo una possibile riduzione del ritmo di crescita degli EM, che in aggregato potranno passare dal +5,0% attuale al +2,5% atteso (specie se il deleverage dovesse essere molto accentuato e prolungato).
- La FED ha alzato i tassi a dicembre, come previsto; benché sia da valutare come molto prudente, gli effetti a medio termine della manovra non saranno banali, specie se verranno accompagnati da politiche di drenaggio delle riserve in eccesso. USD si potrà apprezzare contro tutte le divise, la curva si appiattirà come combinazione di un rialzo dei tassi a breve e di una tenuta di quelli a lungo termine. La domanda che non ha per il momento risposta è se la FED sta inseguendo le aspettative ed è dietro la curva: l'inflazione non si è manifestata ed il rischio di errore è pertanto molto alto. E se la banca centrale è in errore l'incertezza aumenta (vedi il noto lavoro di Barro e Gordon).
- La BCE ha attuato una manovra espansiva a dicembre, ancorché non così aggressiva come ci aspettavamo; ne vedremo gli esiti, che al momento il mercato delle attività finanziarie non ha apprezzato. Riteniamo che nel futuro prevedibile sarà positiva per i tassi sovrani periferici, specie nel tratto lungo, grazie anche ai flussi attesi in uscita dal front-end della curva USA. Il ciclo UE resta sovraesposto agli EM, e la sola politica monetaria già espansiva potrà risultare inefficace.
- Nel 2016 i mercati saranno quindi caratterizzati dalla prevalenza di posizioni tattiche, i rally saranno venduti mentre «buy deep» non rappresenterà più un pasto gratis. La dinamica del ciclo non aiuta.

# Le macro view

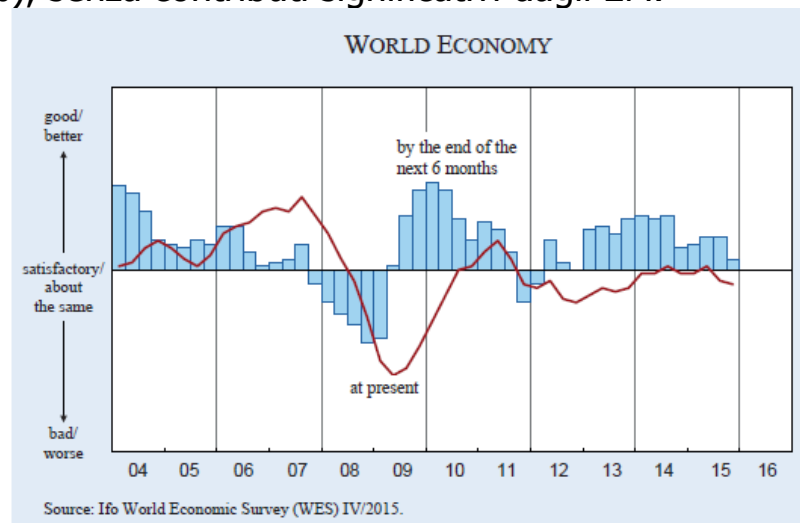
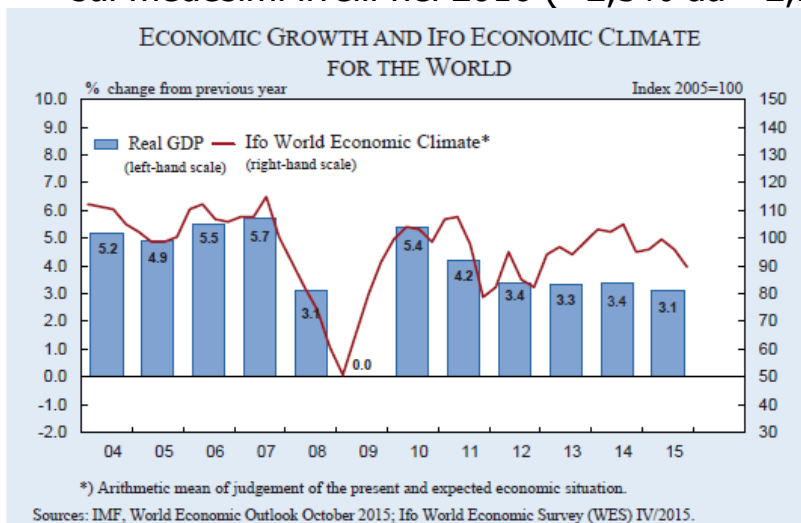
- Con un news-flow deludente in Cina, Germania, Australia e nel complesso dei BRIC (Brasile, Russia e Indonesia sono in recessione), e limitati incrementi del tasso di crescita nell'Eurozona (+1,4% A/A), si conferma una notevole frammentazione delle tendenze macro.
- Preoccupa il fatto che, dati i livelli di produttività e un debole ciclo di investimenti, UK e USA siano di fatto già attestati sui livelli dell'output potenziale post crisi (+2,0% circa) e che ciò possa indurre un'accentuata divaricazione delle politiche monetarie e diffusa volatilità dei tassi di cambio.
- Le banche centrali hanno perduto forza sulle aspettative, e in alcuni casi (FED) devono impedire l'emergere di inflazione latente; la liquidità continua a limitare i livelli di avversione al rischio.
- Lo scenario conferma che la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni, benché i rischi al ribasso per l'inflazione siano diminuiti. Riteniamo ora 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-potenziale, con la domanda aggregata in graduale ricomposizione. Il venir meno del rischio di deflazione arresterà la caduta dei premi al rischio sulle curve benchmark, e riproporrà spazi di arbitraggio sulla «term structure», rendendo più complicato per le banche centrali il controllo del meccanismo di «trasmissione» degli impulsi di policy.
- Negli EM l'aggiustamento è interrotto, la crisi si sta ampliando a causa della fine del ciclo creditizio.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» sta frammentandosi, perché il ciclo non è in fase e soprattutto con questi livelli di produttività il picco potrebbe già essere alle spalle.
- E' complicato immaginare che rimanga sotto controllo la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro sostanziale inefficacia prospettica potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo frequenti correzioni.

# Le scelte di investimento globali

- Neutral duration, le politiche monetarie sono aggressive ma inefficaci in una fase di indebolimento dei fondamentali macro e di aumento dell'incertezza;
- In Europa, preferiamo Germania (10Y) e Italia (7-10Y), con posizione tattica;
- La posizione è NW HG Credit Financials in USA, selective NW su HY Credit USA (ex Energy) e NW Credit EMU (i sovrani sono tuttora più attraenti);
- NW su Equity, ma con atteggiamento opportunistico: le valutazioni sono equilibrate, e gli spazi sono ridotti e compressi da aumento non occasionale di volatilità. Le tradizionali metriche di selezione lasciano spazio a considerazioni tecniche. La parola chiave è estrema e continua rotazione, geografica e settoriale;
- Long Volatility, è destinata a salire ancora nei prossimi mesi;
- Sull'Equity, aumentare la diversificazione geografica (che ha effetti limitati in presenza di correlazioni crescenti), e soprattutto settoriale (Utilities, Tecnologici, Farmaceutici); suggeriamo un incremento dei difensivi a scapito dei ciclici/finanziari, e una posizione sulle «growth stocks» come hedging verso un aumento dei rischi di recessione. UW su tutto il comparto dei listini EM.
- Sulle Commodity, la view è ancora negativa; la caduta della Cina suggerisce posizioni «short» su Alluminio, Nickel e Rame, più tensioni chiedono OW sui preziosi;
- Azzerato il comparto dei Convertibles, avviamo copertura di «leveraged loans ABS».

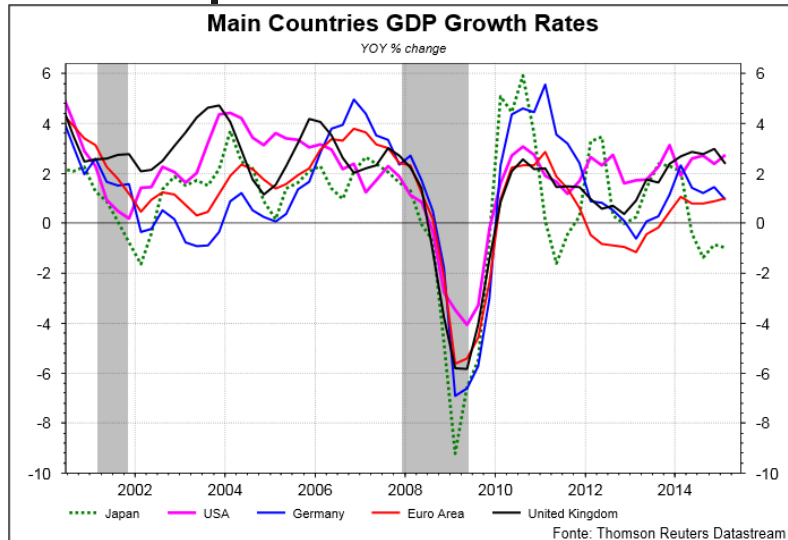
# Quadro generale: macro trend

- La crescita globale è più debole del consenso, come è evidente seguendo alcune tendenze di fondo: a) Alcune banche centrali hanno segnalato intenzioni di espansione monetaria e di riduzione dei livelli dei tassi; b) le commodity restano sui livelli depressi degli ultimi mesi, ai minimi dal 1999; c) l'inflazione di fondo tende a scendere, alimentando ipotesi di deflazione diffusa, a causa di elevati gap rispetto al potenziale pre-crisi; 4) i paesi emergenti risentono della stazionarietà del ciclo nei paesi industrializzati, e si aggiustano dai precedenti eccessi con molta lentezza, retroagendo sul ciclo internazionale in negativo.
- Ne ha preso atto anche l'IFO, che nel suo ultimo rapporto di previsione conferma l'evidenza di un ciclo economico e manifatturiero in contrazione, con la crescita che potrà fermarsi al +3,0%.
- Non crediamo che il quadro descritto potrà cambiare nel futuro prevedibile, benché non vi siano state modifiche decisive delle previsioni aggregate: il GDP globale è atteso a +2,5% nel 2015, e sui medesimi livelli nel 2016 (+2,5% da +2,7%), senza contributi significativi dagli EM.



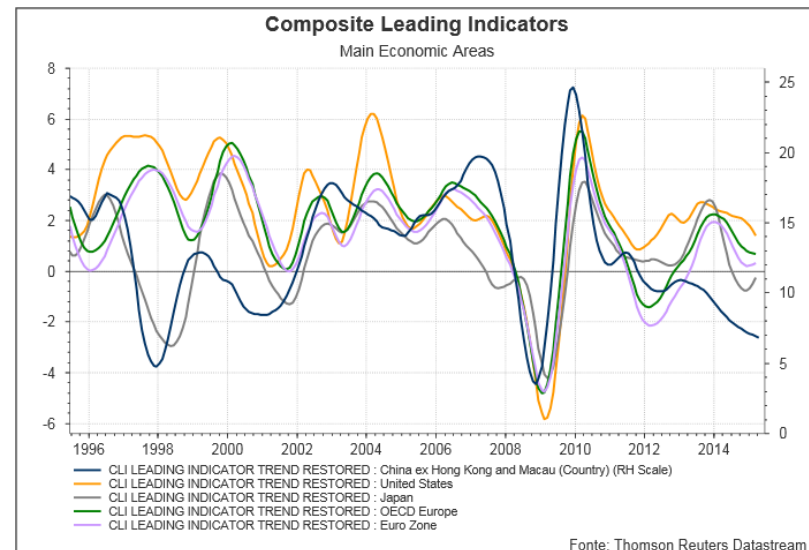
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



Quanto evidenziato per il GDP trova conferma negli indici anticipatori del ciclo: Giappone ed Eurozona segnano una svolta, ma su basse intensità e comunque risalendo da livelli estremamente depressi, mentre le altre aree economiche indicano una possibile fase di contrazione o stagnazione. L'indicatore composito anticipatore per l'aggregato geografico OCSE suggerisce che il picco del ciclo potrebbe già essere alle nostre spalle, il che suggerisce una possibile inconsistenza futura delle sole politiche monetarie.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche e le previsioni sono quindi più caute. In Europa l'eccessiva esposizione all'export verso gli EM sta frenando la dinamica del GDP in Germania, riducendo le prospettive per il 2016. Gli USA risentono della ciclicità delle scorte e della forza di USD, ancorché stiano operando in condizioni di pieno impiego. Il Giappone cresce sotto le attese, con trend sostenibili. La Cina sperimenta una contrazione, e le politiche appaiono in ritardo e poco efficaci.



# Scenario macroeconomico: le previsioni

L'ultimo esercizio di previsione del GDP 2015-2016, alla luce delle letture provvisorie su Q4-2015, induce una revisione al ribasso delle stime per USA, UK, Germania e Italia, e più in generale indica un sensibile indebolimento della crescita globale, connesso all'aggiustamento dei paesi emergenti, che ci attendiamo più accentuato del consenso.

Per quanto riguarda UK, le anticipazioni indicano un minor contributo di reddito e interscambio alla crescita complessiva, entrambi elementi che deprimono i livelli di inflazione attesa. Questi elementi ci hanno suggerito di rivedere al ribasso il quadro di crescita in tutto l'orizzonte di previsione, con riflessi di inazione sulla politica della BoE.

La previsione di crescita 2015 del Giappone è migliorata (+0,6% da +0,5%), a causa della revisione della serie operata dall'ufficio di statistica nipponico, che ha riequilibrato le valutazioni sul ciclo delle scorte e sugli input industriali. Sono rimasti deboli gli investimenti fissi. Il trascinamento è salito al +0,4%, insufficiente a migliorare ancora le stime sul 2015. E' aumentato il rischio che le pressioni competitive sui mercati asiatici possano deprimere il contributo delle partite correnti: per il 2016 abbiamo quindi mantenuto la stima (+0,9%).

La previsione per l'Eurozona è stabile per il 2015, al +1,4% (un dato inferiore al consenso): da un lato ci sono segni evidenti e diffusi di stabilizzazione (in Italia e Spagna in particolare), mentre altri paesi (Germania) risentono delle difficoltà degli EM e dei riflessi del caso Volkswagen. La svalutazione dell'Euro e il Quantitative Easing favoriscono un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche potranno ancora creare disturbi ricorrenti. Il 2016 potrà essere ancora un anno di debole consolidamento (+1,4%).

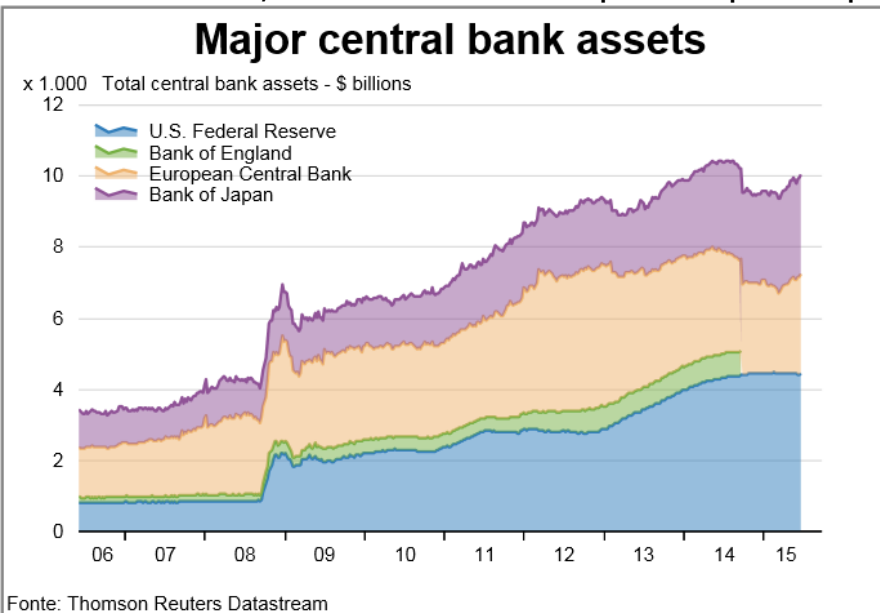
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2014	2015	2015	2016	2015	2016
		Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	2,40%	0,90%	2,40%	2,30%	2,20%	1,90%
United Kingdom	2,80%	0,80%	2,30%	2,30%	2,20%	2,00%
Japan	-0,10%	0,40%	0,70%	1,00%	0,60%	0,90%
Euro Area	0,90%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

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.

# Le Politiche Monetarie

Le politiche monetarie si muovono su due grandi tendenze: da un lato BCE e BoJ proseguono con atteggiamenti ultraespansivi che si traducono in maggiori disponibilità di credito al settore bancario, a tassi nulli o negativi; dall'altro FED e BoE continuano a monitorare i segnali rivenienti dal set di indicatori osservati, per tentare di cogliere una possibile opportunità temporale all'interno della quale posizionare l'avvio della normalizzazione delle politiche. Da ultimo, la FED ha deciso di alzare il tasso di policy nell'ultima riunione del FOMC di dicembre, invertendo il segno della politica monetaria e fornendo un segnale di svolta e di fiducia nell'economia domestica. E' ancora dubbio se la FED abbia agito preventivamente contro una bolla inflazionistica, che non si vede, oppure se abbia semplicemente accontentato le aspettative del mercato, dopo averle alimentate e preparate con adeguati annunci, comunicati e conferenze. Se così fosse, nel breve cambierà poco del quadro di investimento, lasciando tuttavia spazio a più frequenti episodi di incertezza e volatilità sui mercati.

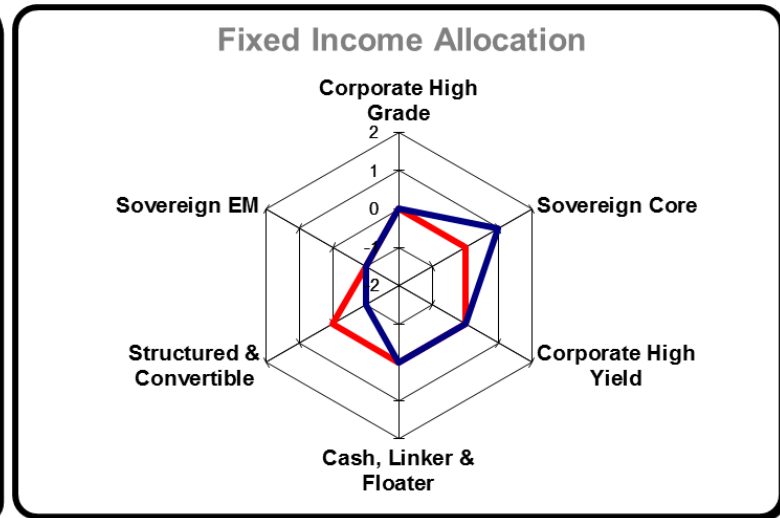
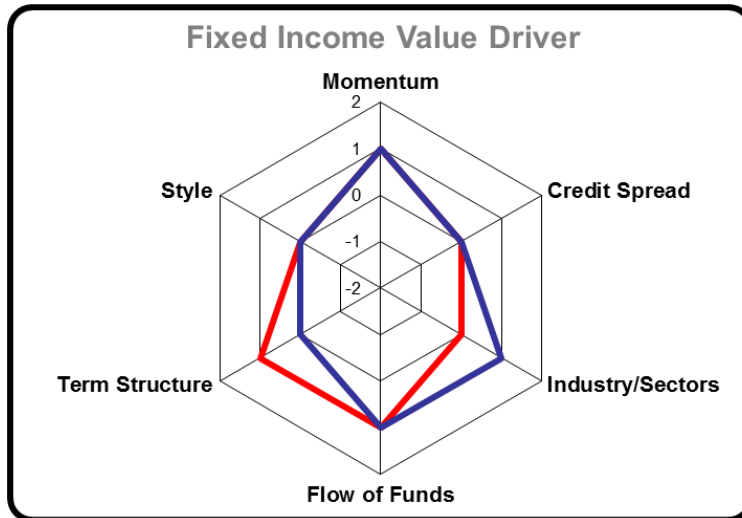


Peraltro, la stessa FED ne ha preso atto in gennaio, suggerendo più cauti passi di policy. La BCE ha rafforzato il commitment ultraespansivo, annunciando ulteriori misure già nel mese di marzo, mentre pare ormai scontato che la BoE rinverrà la prevista manovra di normalizzazione almeno a giugno. La BoJ, alla luce della estrema difficoltà di mantenere i target di inflazione e di consolidamento dell'attività economica programmati, potrebbe decidere una manovra quantitativa incrementale, che ci attendiamo in aprile, dopo la chiusura dell'esercizio di bilancio.



# Fixed Income Markets: strategia

- Sui governativi in Euro manteniamo la posizione a «neutral duration»: ci attendiamo un modesto calo degli spread periferici, in particolare sul tratto 7-10Y delle curve sovrane. Il BTP, più indietro nel calo degli YTM, potrà avvantaggiarsi più del Bono spagnolo della prossima manovra della BCE; ai livelli attuali il Bund10Y ha spazi limitati, ma i governativi tedeschi continuano a pesare di più nel paniere BCE.
- Dopo la manovra della FED in dicembre le pressioni sul tratto breve della curva USA sono rimaste contenute, mentre le turbolenze di gennaio e il flight to quality hanno avvantaggiato il segmento 10-30Y. La cautela del FOMC evidenziata nel recente statement può generare un nuovo leggero irripidimento, contenuto dal basso livello dello yield del 10Y. La posizione resta comunque «UW» in orizzonte 1-3 mesi.
- Sul Credito, manteniamo la posizione «NW» sui Corporate Financials HG in USD: bassa volatilità e scarsa offerta di primario sostengono una flessione dei premi al rischio, mentre i Non-Financials scontano una minore vivacità di M&A e Buy-Back. I Corporate HG in Euro sono poco sensibili alla manovra della BCE, perché gli emittenti sono esposti ai rischi degli EM: privilegiamo quindi i settori guidati dai driver domestici. Selettività su Corporate HY in USD: ex-Energy, i premi al rischio sono ora molto attraenti.
- Sui Convertibili passiamo a «UW», perché volatilità e rischi di recessione pesano sul sottostante.



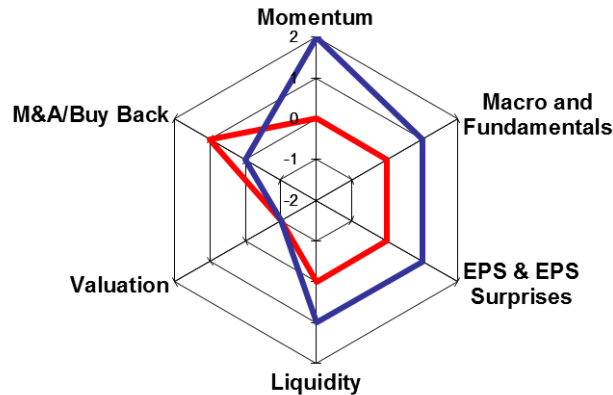
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

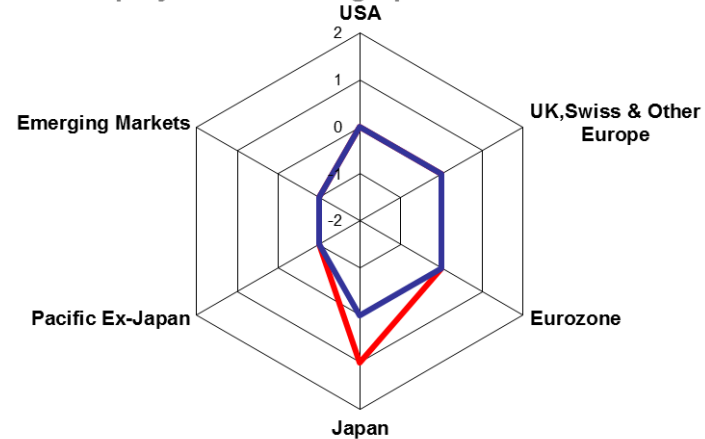
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



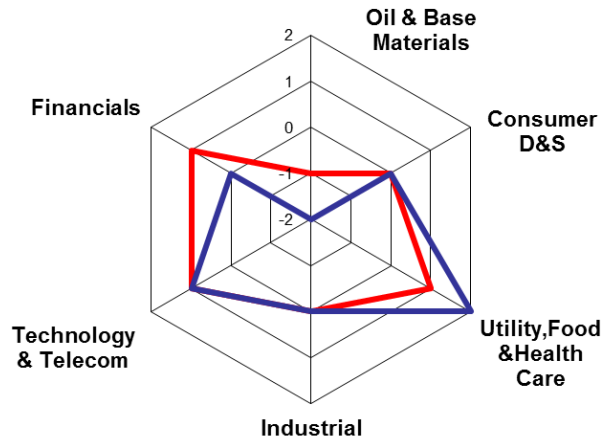
Equity Markets Geographical Allocation



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

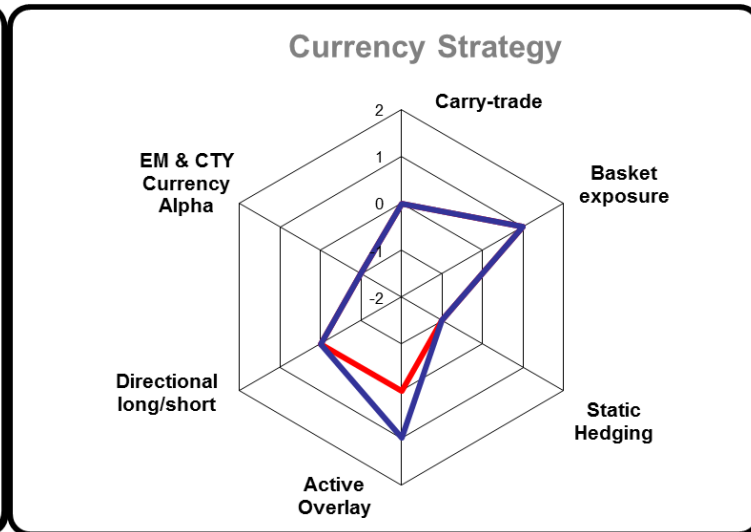
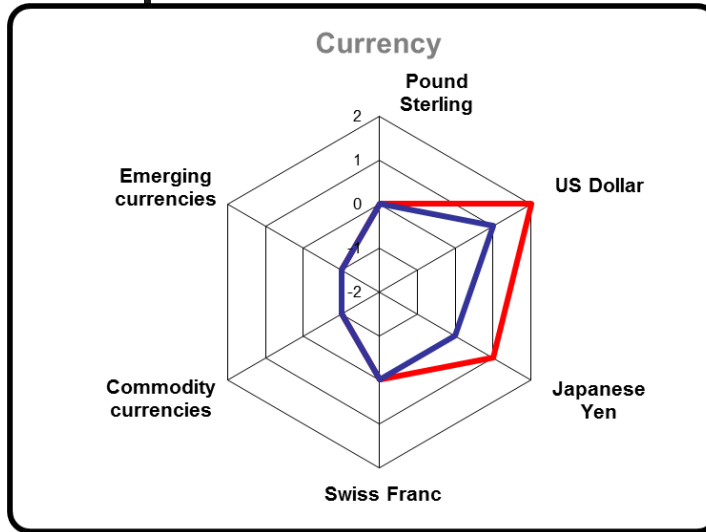
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

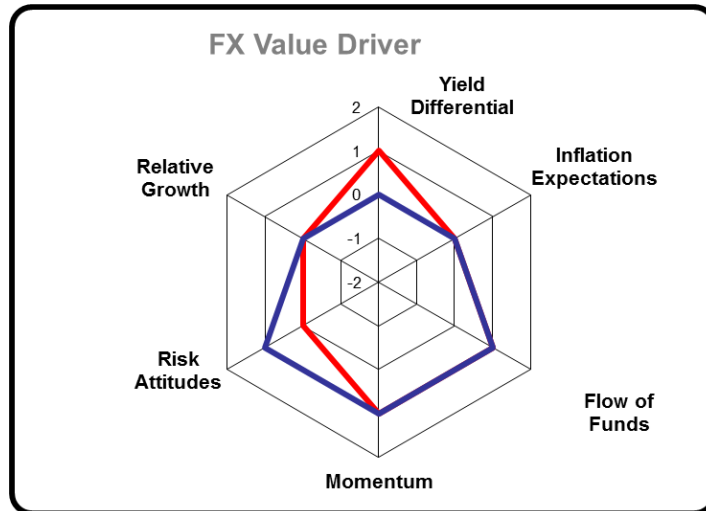


Dopo la caduta di gennaio, l'Equity è in una fase riflessiva, con spunti prevalenti di indebolimento. I fondamentali macro non sostengono le valutazioni, l'efficacia delle banche centrali è contenuta, e l'aumento della risk aversion ha prosciugato la liquidità: prevale l'analisi tecnica e l'orizzonte di investimento si accorcia. La posizione strategica è NW, la selettività geografica e aziendale si è accentuata. UW gli EM, abbiamo ridotto il peso del JAP, che adesso ha esposizione equivalente a EMU e USA. Fra i settori, abbiamo ruotato verso i difensivi (utilities e pharma in particolare), mentre a fronte dei rischi di recessione, aumentiamo i «growth» (technology), che sono meno esposti.

# FX Markets: strategia



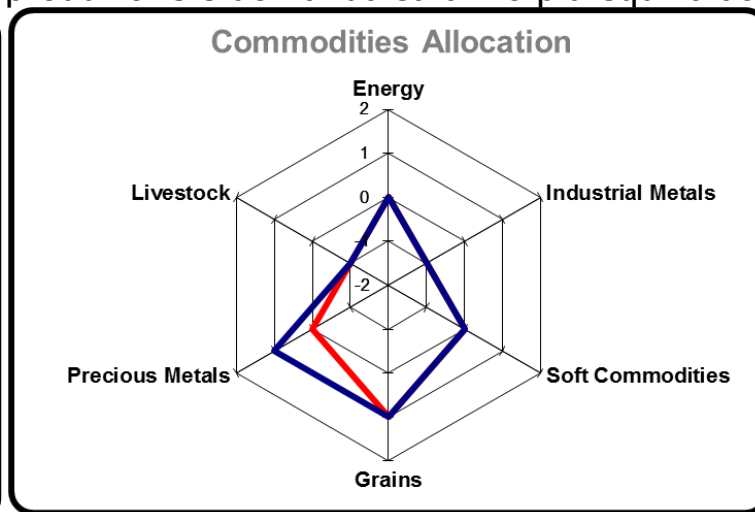
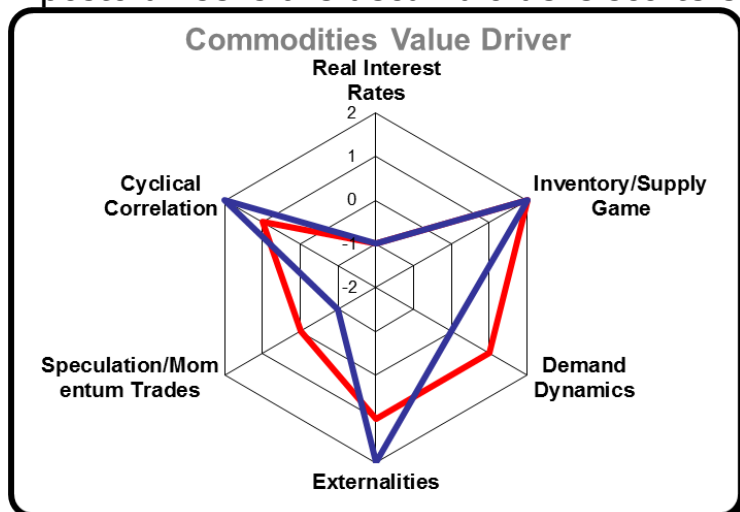
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo    rosso=mese precedente, blu= mese in corso



Con focus su USD, la sola divisa solida del panorama globale, e con enormi scosse telluriche sui mercati globali, le divise costituiscono l'attività più visibile per gli investitori in questa fase. La posizione su USD resta «Long & OW», la strategia è basket contro EM&Commodity currency. JPY si apprezza con cautela, ma è sostenuto da correlazioni deboli e stagionalità, in range 117,40-120,80. EUR si muove debole in range 1,0385-1,1090. GBP è debole contro tutte; pesa Brexit e rinvio rialzo dei tassi. Su EM e Commodity currency la posizione resta «Strongly UW», vista la prevalenza e diffusione dei rischi macroeconomici con focus in negativo su BRL, MXN e NZD.

# Commodity Markets: strategia

- Previsioni di contrazione della crescita negli EM e di rallentamento del GDP globale penalizzano le commodity più esposte alla produzione manifatturiera, come i metalli industriali e l'energia;
- La posizione strategica resta sottopeso, con l'eccezione del settore «Grains», che beneficia di una flessione delle scorte in attesa dei nuovi raccolti e di previsioni meteo avverse, che limitano l'intensità dell'offerta. Sostiene i prezzi anche la domanda stagionale per i mangimi.
- Abbiamo aperto una posizione tattica su Oro e Argento, giustificata da blanda dinamica di USD e da turbolenze di mercato che ci attendiamo persistere. Rame, Nickel e Zinco risentono del calo della domanda delle economie «metal intensive», con progressiva chiusura dei siti produttivi.
- La view sul comparto Energia resta negativa: solo nella seconda parte del 2016 ci attendiamo l'avvio di una fase di ripresa graduale dei prezzi, quando la chiusura dei progetti di investimento avrà imposto un sensibile decumulo delle scorte e produzione e domanda saranno più equilibrate.



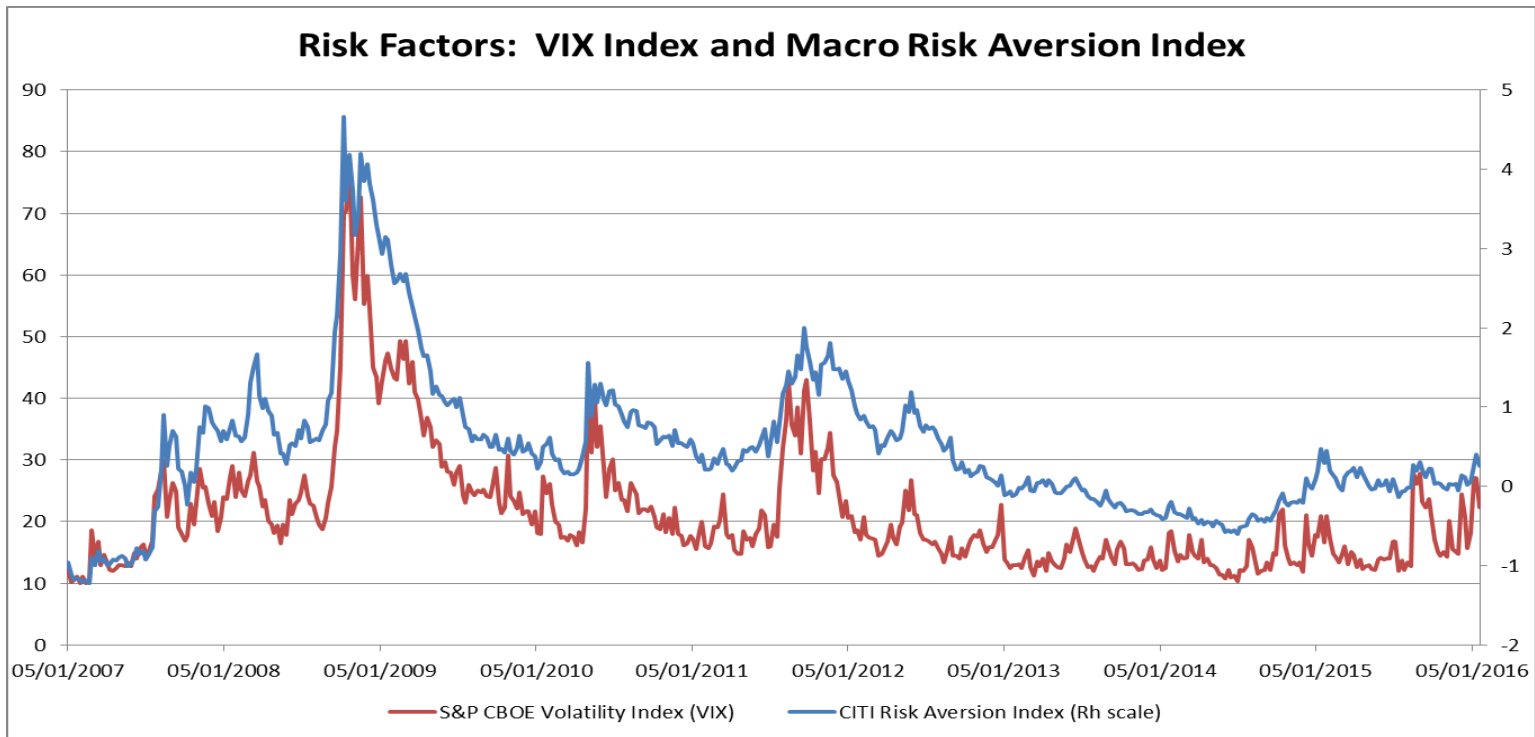
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

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

Il primo mese del 2016 si è caratterizzato per un incremento sensibile dei livelli di aversione al rischio degli investitori. Il fatto nuovo è tuttavia costituito dai livelli di cointegrazione degli indici che incorporano le due componenti tipiche della risk aversion: l'indice Citigroup, che riflette i livelli e le dinamiche della rischiosità connessa allo scenario macro, e l'indice VIX, che invece coglie l'evoluzione del sentiment dei mercati finanziari più connesso agli aspetti tecnici e/o di momentum. Il fatto che i due indicatori si siano mossi sensibilmente al rialzo e nella stessa direzione evidenzia un possibile cambio di prospettiva degli investitori, che in questa fase appaiono poco sensibili alle parole ed alle azioni delle banche centrali (la cui politica è stata poco efficace nel rilanciare l'economia reale) e più sensibili ai rischi di scenario macroeconomico, un elemento che giustifica la caduta dei prezzi dell'equity globale verso nuovi equilibri.



# 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	=	-	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