

Giugno 2015



Global Investments Outlook



The Chief Strategist Overview

Nel mese di giugno si sono moltiplicati i segnali di consolidamento delle tendenze economiche, secondo le traiettorie che avevamo già delineato nei precedenti rapporti: l'Eurozona ha visto rafforzare i sintomi di svolta del ciclo, confermati da una graduale ripresa dell'inflazione domestica; il Giappone ha fatto segnare un primo trimestre straordinario dal punto di vista della crescita del GDP, grazie alla combinazione di cambio debole e politica monetaria ultraespansiva, nell'ambito di una forte accelerazione della domanda di lavoro; gli USA hanno registrato un calo del GDP nel primo quarto dell'anno, benché segnali di moderata accelerazione si stiano evidenziando nelle ultime settimane; gli EM continuano a dibattersi nell'aggiustamento macro che ne caratterizza gli andamenti dal 2014.

Gli investitori avevano preso posizione su queste macro-tendenze ad inizio anno, ed hanno ribilanciato i portafogli in aprile, ai primi sintomi di rallentamento negli USA, corroborati da un atteggiamento della FED forse più riflessivo.

Ora, all'inizio dell'estate, sono emersi come prevalenti alcuni «event risk» che spingono caso mai ad operazioni tattiche, ma che non consentono di derivare una tendenza di fondo nell'allocazione dei portafogli:

- Il GREXIT: abbiamo già ricordato che la via di uscita potrà comunque rappresentare un insuccesso delle istituzioni della UE, sia che si consenta una rinegoziazione del debito (scadenze, tempi ed haircut), sia che si accetti l'uscita di Atene dalla moneta unica (che quindi non sarebbe irreversibile). Nel tentativo di fronteggiare la debolezza della costruzione europea, la UE potrà essere spinta verso una possibile centralizzazione di funzioni con ulteriori cessioni di sovranità: che è quanto Londra non vuole! L'evento che sarebbe di fatto un cambio di «regime» nei mercati è quindi il BREXIT e non il GREXIT, perché UK è un paese fondatore nonché il polmone finanziario del mondo.
- La FED e il passo della normalizzazione: c'è troppa attenzione sul possibile avvio della normalizzazione dei tassi in USA, in particolare sui tempi del primo rialzo. Il presidente J. Yellen ha volutamente lasciato spazio all'ambiguità nell'ultimo intervento, nel timore di porre un ulteriore fattore destabilizzante nell'economia e nei mercati USA. Quanto emerso in forma ufficiale suggerisce un possibile rinvio a dopo settembre per il primo test al rialzo.
- C'è da ultimo un tema strutturale poco dibattuto, e legato al punto precedente: dalle proiezioni del FOMC (in particolare dal raffronto fra disoccupazione e GDP fino al 2016 con i rispettivi livelli di lungo periodo) si evince che l'economia USA sta già operando intorno al potenziale nell'ambito del pieno utilizzo dei fattori (tassi e disoccupazione ai minimi). Se nei prossimi mesi non dovesse salire la produttività del lavoro, e ipotizzando che l'esaurimento dell'offerta di mercato implichi una maggiore tensione sui salari, l'effetto sarebbe un balzo dell'inflazione di fondo (ovvero la componente non attesa dei prezzi) e una contrazione dei margini, con un duplice effetto negativo sui mercati azionari americani (calo degli utili e irrigidimento delle condizioni monetarie).

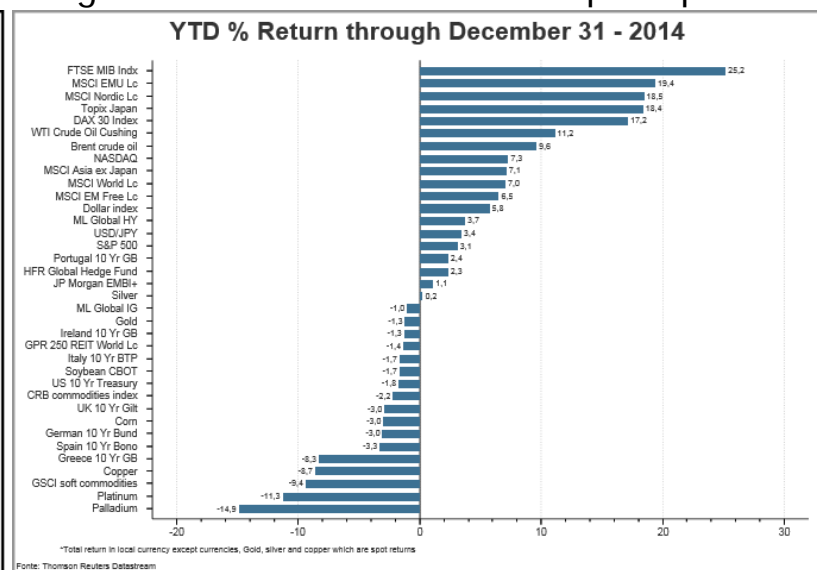
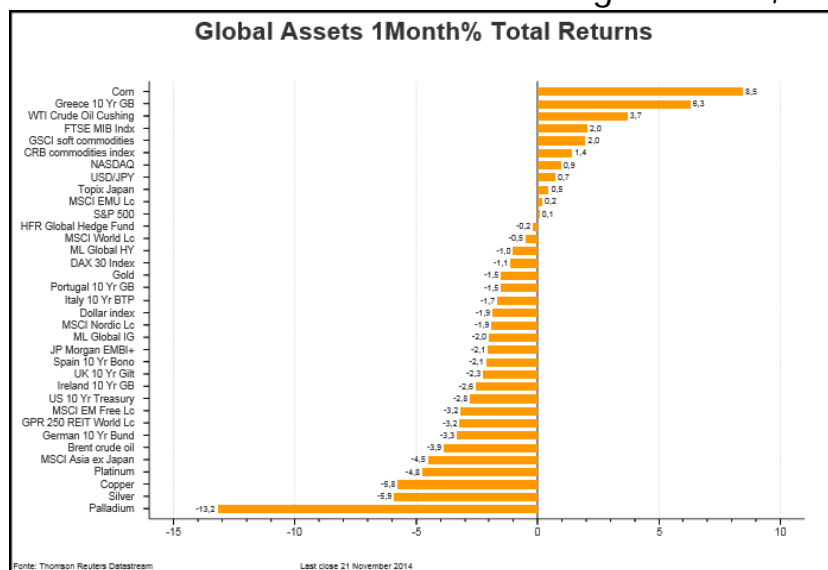
Le scelte di investimento globali

- Accentuata la posizione Short Duration, le politiche monetarie sono meno efficaci in una fase in cui si riconsiderano i fondamentali macro e aumentano le turbolenze;
- La posizione è Long Credit in USA, principalmente nel segmento HY, ma è Short Credit nell'Eurozona, dove ci attendiamo un rialzo degli spread creditizi compreso fra 25 e 65 bp per gli IG e 40 e 80 bp per gli HY;
- Long Equity, rimane la migliore asset class, sostenuta dalle valutazioni, ma assistita da rotazione geografica soprattutto verso il Giappone; la posizione Long USA è viceversa stata ridotta, a causa degli impatti di USD e delle incertezze della FED;
- Long Volatility, è destinata a salire significativamente nei prossimi mesi; suggerita l'apertura di una posizione su Inflation-Linked notes, per inflazione latente;
- Sull'Equity, aumentare la selettività geografica (Giappone), valutando con attenzione un ribilanciamento su alcuni settori (Energia, Materiali da Costruzione, Alimentare);
- Sull'Equity EM, il sentiment rimane negativo, ma con molta attenzione ci sono settori interessanti in Brasile (Staples, properties), in Cina (Industrial, Utilities), e aree geografiche discrete (Taiwan, Korea, Singapore);
- Sulle Commodity, la view rimane negativa, anche se sui distillati del petrolio si possono aprire posizioni con orizzonte 1-3 mesi;
- La nostra top pick è il comparto dei Convertibles, ancorché a peso più contenuto.

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 performance dei mercati

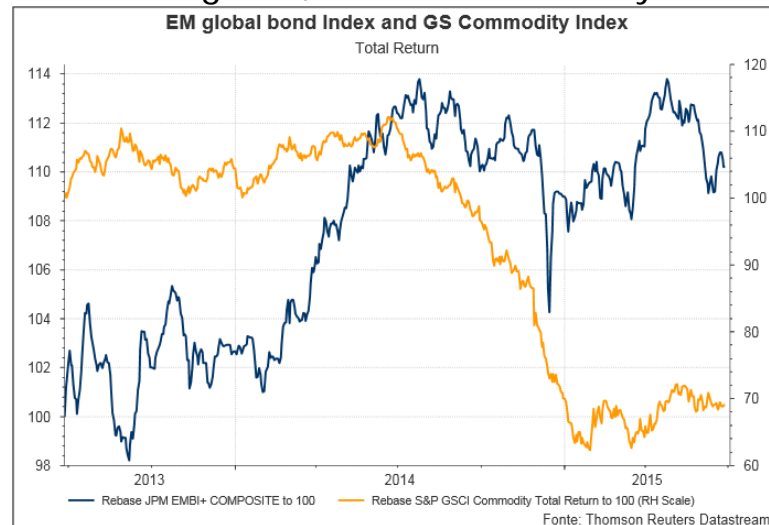
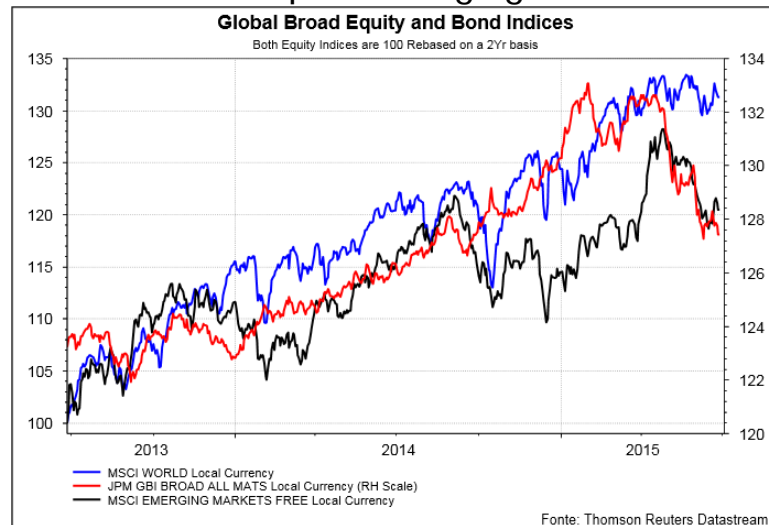
Il mese di giugno è stato caratterizzato da un incremento della volatilità infragiornaliera: ne hanno fatto le spese le obbligazioni sovrane (il Bund tedesco è passato da un rendimento dello 0,07% ad oltre l'1,00% in poche sedute, portandosi dietro l'intera curva in Euro), e quelle aziendali di qualità, soprattutto di emittenti europei. L'evidenza di un continuo sgretolamento dell'economia in Cina, nonostante gli sforzi della PBoC, e delle difficoltà in Brasile, Russia e Indonesia (l'India segue una storia a parte, caratterizzata da squilibri esterni e solidità domestica) ha prodotto un ulteriore calo dei metalli industriali e delle agricole: ne è evidenza il crollo del nickel, che solitamente performa nel primo semestre dell'anno. In chiusura di venerdì 26 giugno, fra le migliori attività finanziarie del mese troviamo il decennale greco, a dimostrazione che le turbolenze connesse alle trattative con i creditori di Atene sono state per alcuni istituzionali l'occasione per costituire posizioni tattiche, che smontate e rimontate più volte hanno alimentato l'incertezza. Fra gli azionari, YTD segnaliamo l'accelerazione del Topix Japan.



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

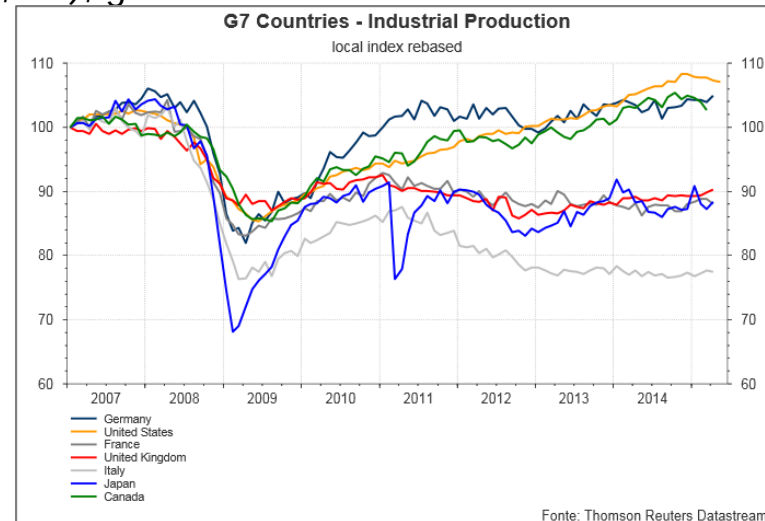
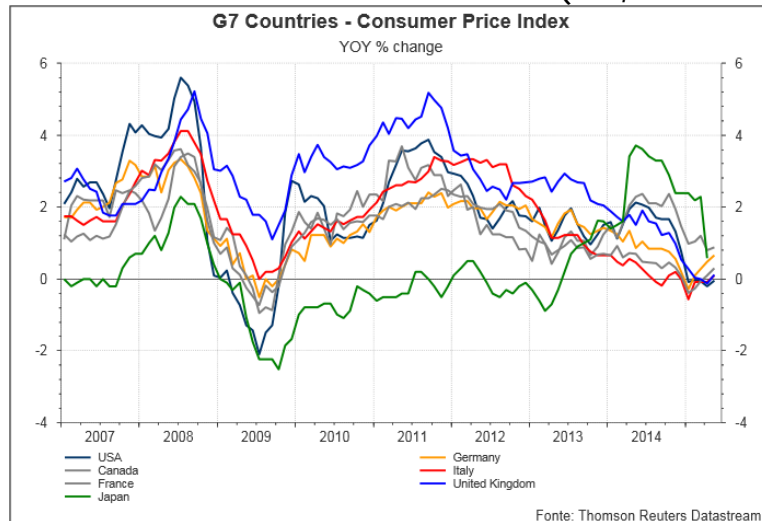
Come accennato in precedenti rapporti, lo scenario di mercato che era andato materializzandosi nei mesi primaverili era il riflesso di valutazioni semplificate dei driver: laddove le politiche monetarie e i tassi di interesse avevano un orientamento marcatamente espansivo, era conveniente cavalcare le attività rischiose (Equity e Credit di grado speculativo), gestendo la componente valutaria (che si deprezzava); inoltre, se le banche centrali erano controparte diretta in acquisto su segmenti di contrattazione, l'esito di quei posizionamenti sarebbe stato scontato (è il caso del crollo dei rendimenti dei sovrani in Euro). Laddove l'orientamento monetario era prospetticamente meno accomodante, l'azione degli investitori si doveva fare più selettiva (sull'Equity large cap invece di small cap, sul Credit HY invece di IG) mantenendo una posizione rialzista sulla divisa (USD, GBP). Era evidente che il posizionamento avesse carattere tattico e non ciclico, che era sostenuto dalle valutazioni piuttosto che dai driver fondamentali del valore, e che un qualunque evento accidentale avrebbe alimentato bolle di volatilità in grado di rendere instabile l'ambiente di mercato. E' quanto abbiamo visto esplodere a giugno: calo mercato dei Govies e degli EM, deboli le 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.

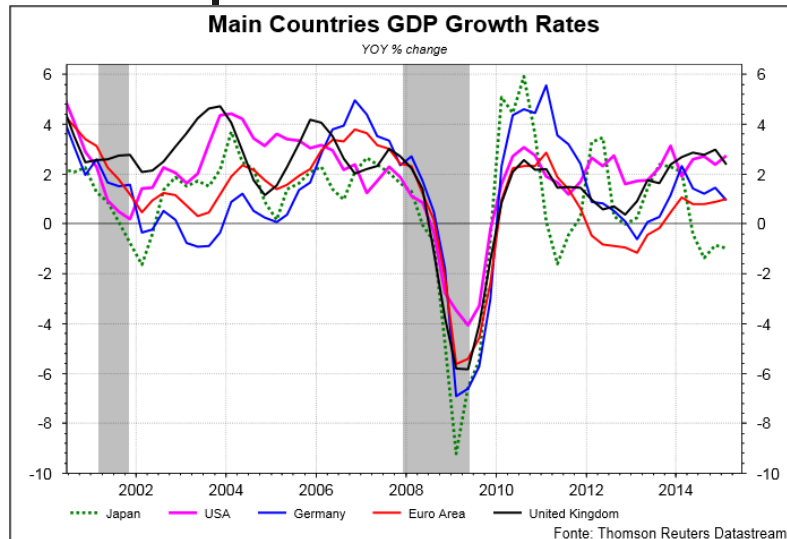
Quadro generale: macro trend

- Non è cambiato il tono delle previsioni degli organismi internazionali nella tarda primavera. Se mai la cautela è aumentata, perché alle difficoltà degli EM si è associata una discontinuità nella crescita USA, non sostituita da una diffusione omogenea della ripresa in Europa, a sua volta condizionata dai possibili effetti contagio della crisi greca. Di recente il FMI ha invitato la FED a non precipitarsi ad alzare i tassi di policy, perché la decisione potrebbe intervenire in un contesto economico (domestico ed internazionale) caratterizzato da nuove criticità. D'altra parte, ci sono pressioni inflazionistiche latenti, con il rischio per alcune BC di trovarsi a rincorrere le aspettative.
- Fattori di disturbo nei mesi estivi saranno GREXIT, possibile BREXIT, l'interpretazione dei segnali del FOMC, con i riflessi sulla stabilità dei mercati e la possibile inefficacia a breve delle politiche.
- Abbiamo rivisto al ribasso le stime, a causa di una certa debolezza degli USA: nel 2015 la previsione di crescita del GDP globale è stata condotta al +2,6% (era il 3,0%); per il 2016, ci attendiamo una accelerazione (+3,2% contro il 3,5%), grazie al contributo di alcuni EM.



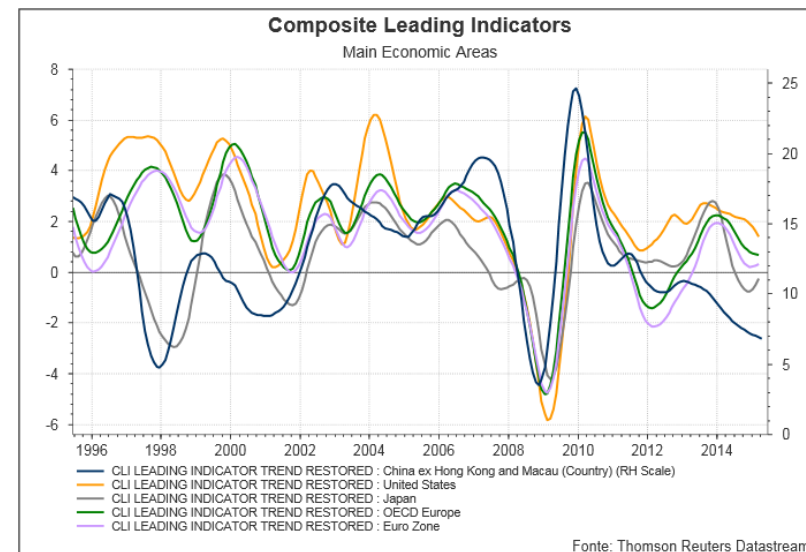
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 fanno segnare una svolta, più accentuata nel primo caso, e comunque salendo 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: sarebbe allora da domandarsi di quali strumenti di policy potremmo disporre.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche e le previsioni sono quindi più caute. In Europa la dinamica attesa ad inizio anno si è gradualmente attenuata: c'è l'indicazione di una svolta del ciclo, ma le conferme arrivano solo da Francia e Germania. Gli USA risentono della ciclicità delle scorte e della forza di USD, ancorché stiano operando in condizioni di pieno impiego, così come il Giappone. La Cina sperimenta una contrazione, e le politiche appaiono in ritardo e poco efficaci.



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: le previsioni

Il secondo esercizio di previsione del GDP 2015-2016, alla luce delle ultime letture sul Q1-2015, segnala una revisione al ribasso significativa per gli USA: nel 2015 il GDP è atteso crescere di circa il 2,2%, un dato confermato dal consenso: pesa l'apprezzamento del dollaro e l'eccessiva dipendenza dal ciclo delle scorte. Una politica monetaria meno accomodante potrà incidere sulla dinamica del reddito disponibile. Per il 2016 la stima è rimasta al +2,7%.

Per quanto riguarda UK, il Q1-2015 ha visto rafforzati gli elementi a supporto di una ripresa sostenibile (produttività, reddito e inflazione), ma il trascinarsi si è ulteriormente indebolito (+0,7%). Esso peserà soprattutto sul tasso di crescita del GDP del 2015, che abbiamo ridotto al 2,4% (2,5% precedente), mantenendo lo stesso profilo per il 2016.

La previsione di crescita 2015 del Giappone è lievemente migliorata (+1,4%), ma i dati del Q1-2015 sono molto incoraggianti, e soprattutto il tasso di utilizzo dei fattori è ormai prossimo al pieno impiego. Permane il rischio che le pressioni competitive sui mercati asiatici possano deprimere il contributo delle partite correnti, ma la componente domestica della domanda aggregata è ora più solida: per il 2016 abbiamo quindi alzato la stima (+1,8% da +1,3%).

La previsione per l'Eurozona è migliorata per il 2015, e si attesta al +1,4% (un dato in linea con il consenso): da un lato ci sono segni evidenti e diffusi di stabilizzazione (in Germania e Francia in particolare), mentre altri paesi (Italia e Spagna) fanno segnare progressi soprattutto nel mercato del lavoro. La svalutazione dell'Euro e il Quantitative Easing favoriscono un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche (Grecia, Ucraina, ISIS) potranno creare disturbi ricorrenti. Il 2016 potrà essere comunque un anno di consolidamento (+1,8%).

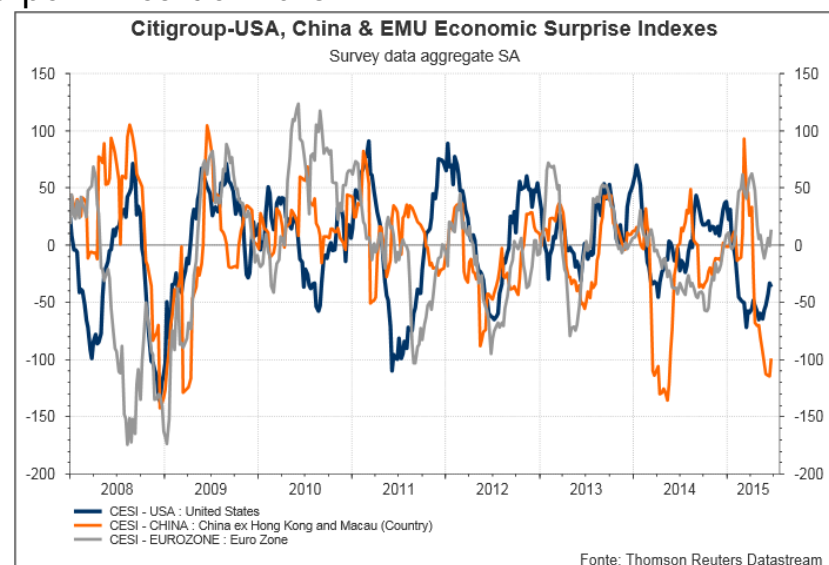
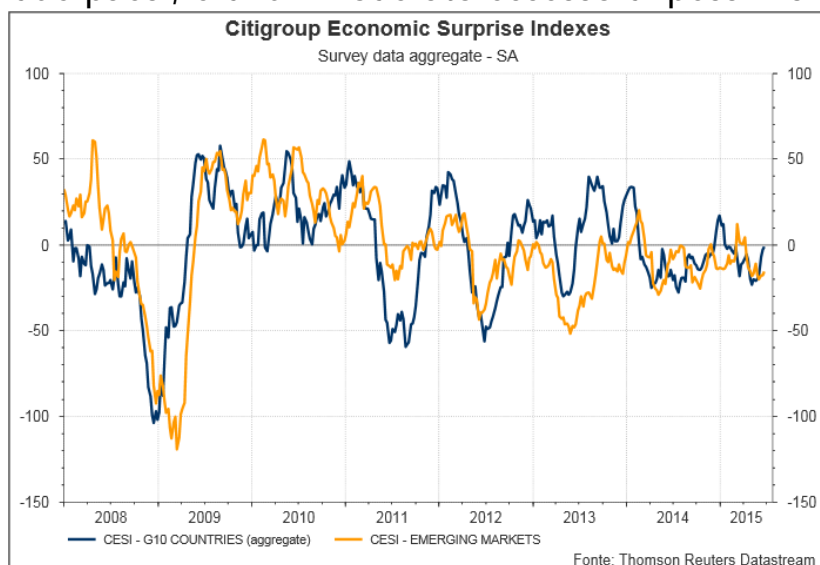
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2014	2015	2015	2016	2015	2016
		Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	2,40%	0,50%	2,20%	2,80%	2,20%	2,70%
United Kingdom	2,80%	0,70%	2,40%	2,50%	2,40%	2,40%
Japan	-0,10%	0,80%	1,00%	1,70%	1,40%	1,80%
Euro Area	0,90%	0,50%	1,50%	1,80%	1,40%	1,80%
Germany	1,60%	0,60%	1,9%	2,00%	1,80%	1,90%
Italy	-0,40%	0,20%	0,70%	1,20%	0,70%	1,00%
France	0,20%	0,60%	1,20%	1,60%	1,10%	1,40%

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

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

Scenario macro: gli indici sintetici

Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale. Qui ricordiamo che tali indici sono definiti come la deviazione standard ponderata degli scostamenti dei dati economici pubblicati rispetto al consenso. Una lettura positiva indica che i dati sono risultati migliori delle previsioni, una lettura negativa che essi sono risultati peggiori, un andamento piatto che essi sono stati in linea con le stime. Ebbene, i grafici sottostanti segnalano due fenomeni. A livello globale, i due grandi aggregati «funzionali» (paesi G10 e paesi Emergenti) evidenziano un andamento da debole a piatto dei rispettivi indici, a conferma che il consenso è ormai polarizzato sulle previsioni medie e che il data-flow rispetta quelle previsioni medie. Ciò significa che una modifica dello scenario macro richiederebbe uno shock non marginale. A livello geografico, è palese il differente andamento degli indici di sorpresa relativi a USA e Cina (in zona negativa) ed Eurozona (in zona lievemente positiva), a conferma di un evidente eccesso di ottimismo per le aspettative relative al ciclo dei primi due paesi, e di un moderato eccesso di pessimismo per l'Area dell'Euro.



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

Scenario macro: Cina

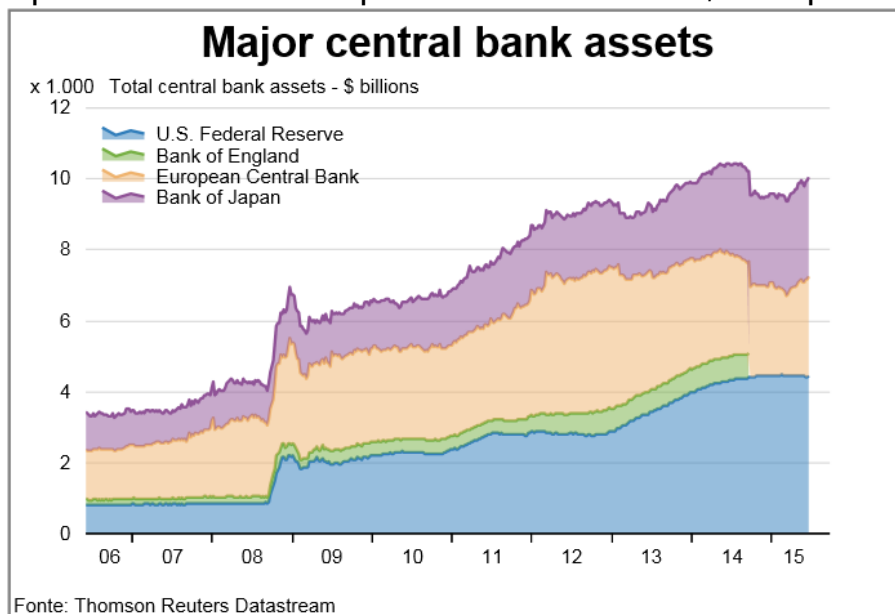
In Cina è in atto una sensibile attenuazione della crescita. Come è noto da nostre analisi precedenti, gran parte del rallentamento è da attribuire alla rapida crescita del credito sperimentata nel precedente ciclo di sviluppo: essa ha generato una enorme sovra-capacità produttiva nella fase di espansione, che successivamente si è riflessa in pressioni al ribasso sugli investimenti in capitale fisico e sull'inflazione, con ciò facendo salire i rischi nel settore finanziario. L'aggiustamento macroeconomico successivo ad una fase di boom creditizio può ridurre il tasso di crescita del GDP di circa 3,5 punti percentuali, una contrazione che in gran parte è già avvenuta in Cina (dal 10,5% si è passati al 7,0%). Per il momento non ci sono segnali diffusi di stabilizzazione, ancorché si noti una timida ripresa del settore immobiliare e manifatturiero. Gli indicatori di momentum macroeconomico stanno crollando a livelli coerenti con un tasso di crescita del GDP inferiore al 6,0% saar, e i tassi di inflazione ai livelli dell'output restano coerentemente in territorio negativo. La PBoC ha quindi avviato un ciclo di policy decisamente espansivo, ma la reazione – condizionata dalla svalutazione – è apparsa tardiva e poco efficace.



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; 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. In mezzo ci sono altre autorità che fronteggiano squilibri domestici (PBoC, BCB, RFCB) o fattori internazionali (Norges CB, RBA, RBNZ). E' naturale che in un contesto caratterizzato da diversi obiettivi di policy e da diversi stati del ciclo, le divergenze delle politiche monetarie possano condurre a turbolenze nei mercati finanziari, in particolare ad aggiustamenti valutari di ampia portata (con USD e GBP in posizione di forza, EUR e JPY in posizione di debolezza, e tutto il complesso delle EM currency mediamente venduto. La quantità dei mezzi liquidi sta aumentando, ma spesso i tassi di mercato intermedi sono in tensione.



Il problema delle politiche monetarie in questa fase è l'incoerenza temporale e l'inefficacia in presenza di squilibri nei mercati dei fattori. Se la crisi economica ha intaccato il lato dell'offerta infatti, la dimensione della capacità reale disponibile (lavoro e capitale fisico) condiziona la domanda di credito, limita gli investimenti e attenua la produttività. Il peggioramento della qualità degli attivi induce problemi di capitalizzazione degli intermediari e domanda e offerta di credito interagiscono, accelerando il «deleverage».

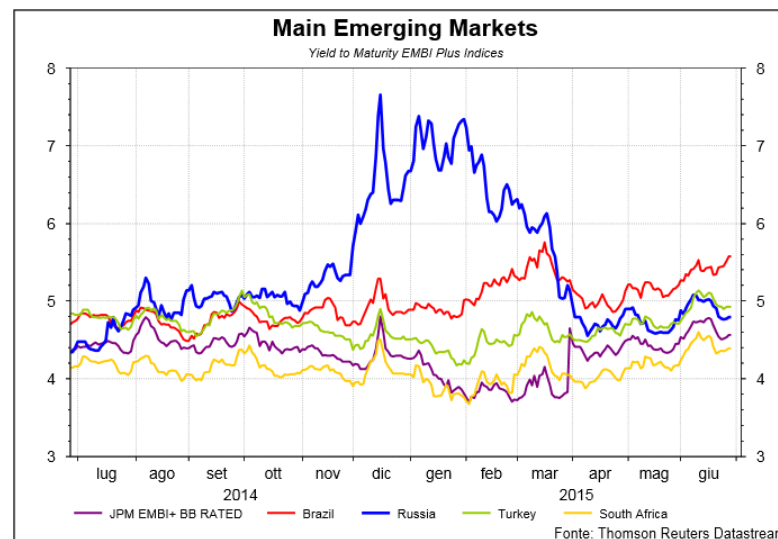
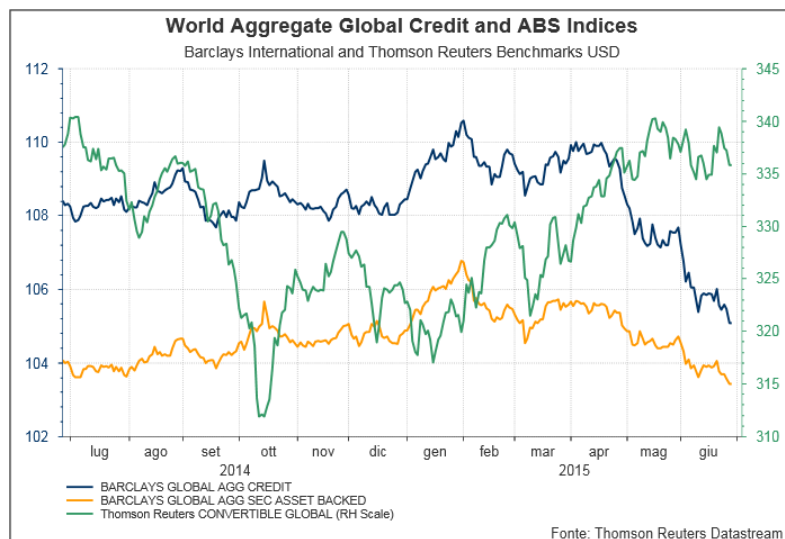
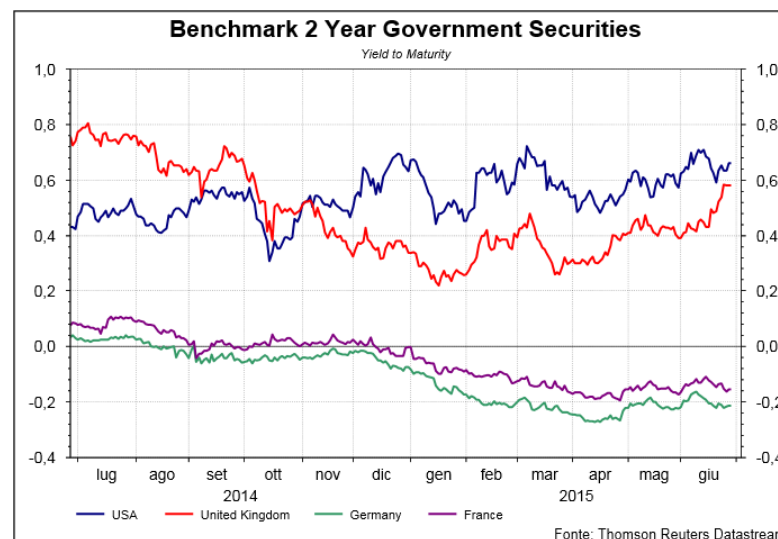
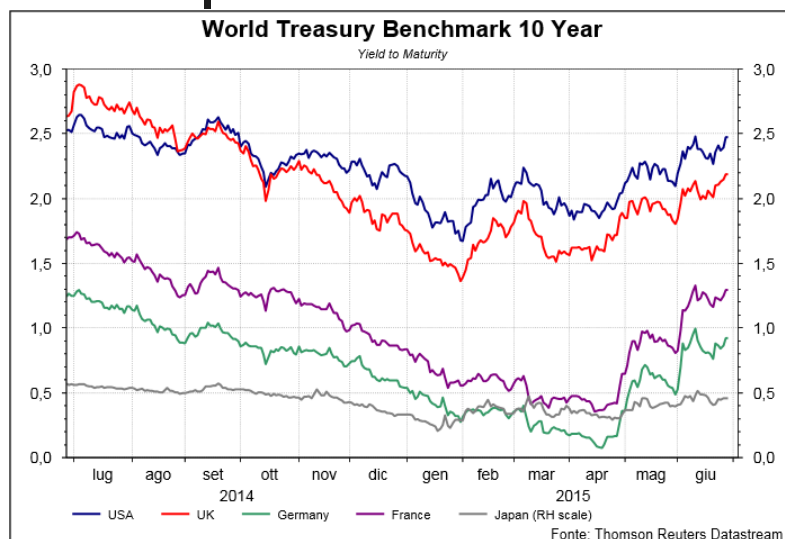
FOMC economic projections

Nell'ultimo comunicato il FOMC è tornato ad attenuare il tono della comunicazione. E' apparsa meno sicura la valutazione sullo stato delle variabili economiche, mentre si prende atto che l'apprezzamento del dollaro può costituire un gravame sulle tendenze del ciclo. L'inflazione continua a flettere, e anche questo è motivo di preoccupazione per il board della FED. Le proiezioni economiche danno atto di tali incertezze, e aprono un dibattito sui rischi della politica monetaria nel futuro prevedibile: come si può notare dalla tabella, a fronte di un tasso di inflazione molto basso, la combinazione di disoccupazione e GDP rispetto ai valori potenziali (long run) mostrano la presenza di pressioni inflazionistiche latenti nell'economia USA. In assenza di un incremento dei tassi di produttività (frenati prevalentemente a causa del calo degli investimenti in questi anni di crisi) la pressione sui salari (connessa alla flessione delle risorse disponibili) indurrebbe rialzi sulle componenti di fondo dei prezzi, generando una sorpresa inflazionistica.

Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, June 2015								
Variable	Central tendency %				Range %			
	2015	2016	2017	Longer run	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP.....	1.8 to 2.0	2.4 to 2.7	2.1 to 2.5	2.0 to 2.3	1.7 to 2.3	2.3 to 3.0	2.0 to 2.5	1.8 to 2.5
March projection....	2.3 to 2.7	2.3 to 2.7	2.0 to 2.4	2.0 to 2.3	2.1 to 3.1	2.2 to 3.0	1.8 to 2.5	1.8 to 2.5
Unemployment rate.....	5.2 to 5.3	4.9 to 5.1	4.9 to 5.1	5.0 to 5.2	5.0 to 5.3	4.6 to 5.2	4.8 to 5.5	5.0 to 6.0
March projection....	5.0 to 5.2	4.9 to 5.1	4.8 to 5.1	5.0 to 5.2	4.8 to 5.3	4.5 to 5.2	4.8 to 5.5	5.0 to 6.0
PCE inflation.....	0.6 to 0.8	1.6 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0	0.6 to 1.0	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	2.0
March projection....	0.6 to 0.8	1.7 to 1.9	1.9 to 2.0	2.0	0.6 to 1.5	1.6 to 2.4	1.7 to 2.2	2.0
Core PCE inflation.....	1.3 to 1.4	1.6 to 1.9	1.9 to 2.0	---	1.2 to 1.6	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	---
March projection....	1.3 to 1.4	1.5 to 1.9	1.8 to 2.0	---	1.2 to 1.6	1.5 to 2.4	1.7 to 2.2	---
Advance release of table 1 of the Summary of Economics Projections to be released with the FOMC minutes								

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

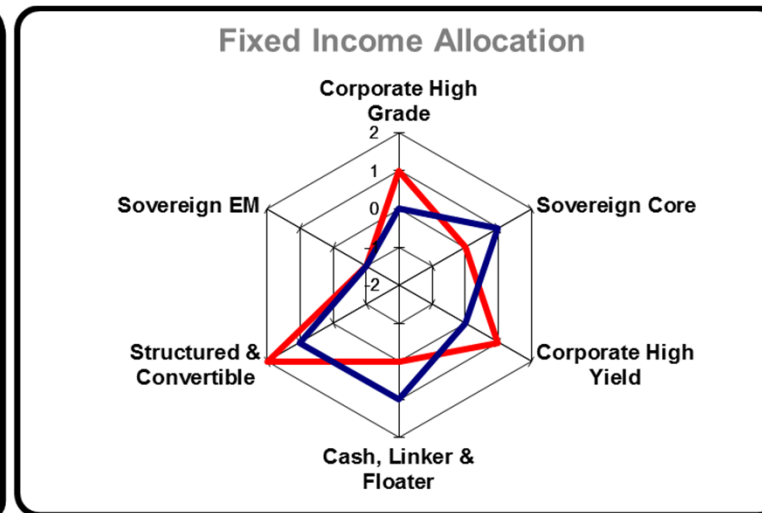
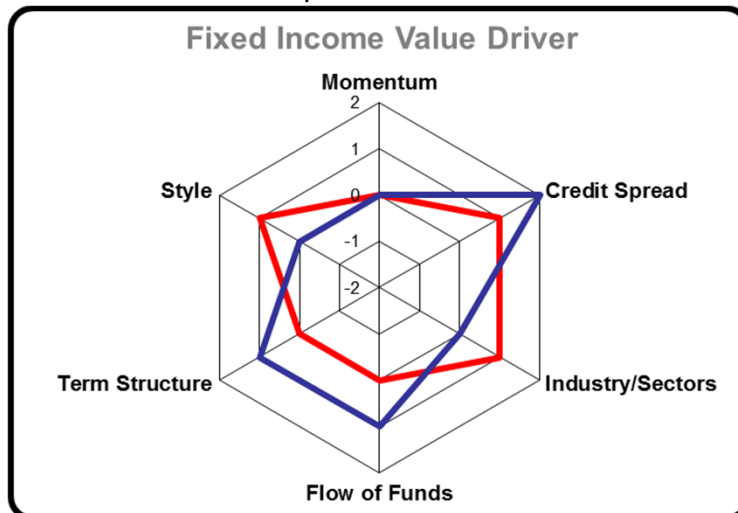
Fixed Income Markets



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

Fixed Income Markets: strategia

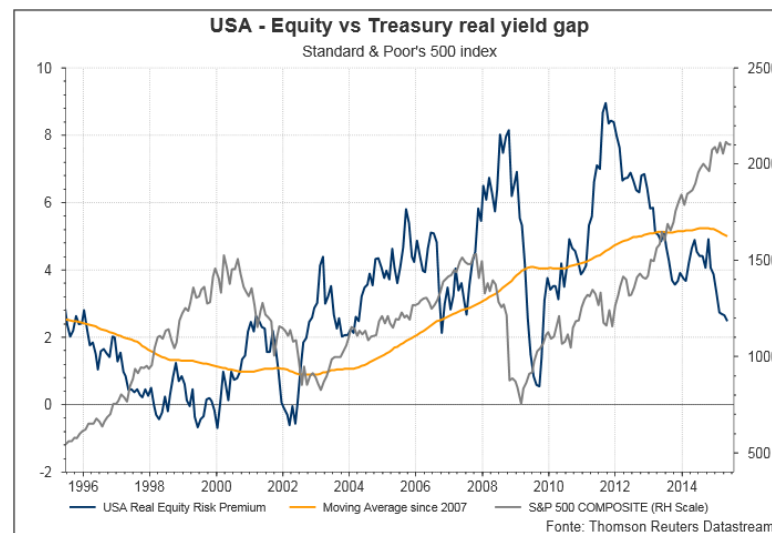
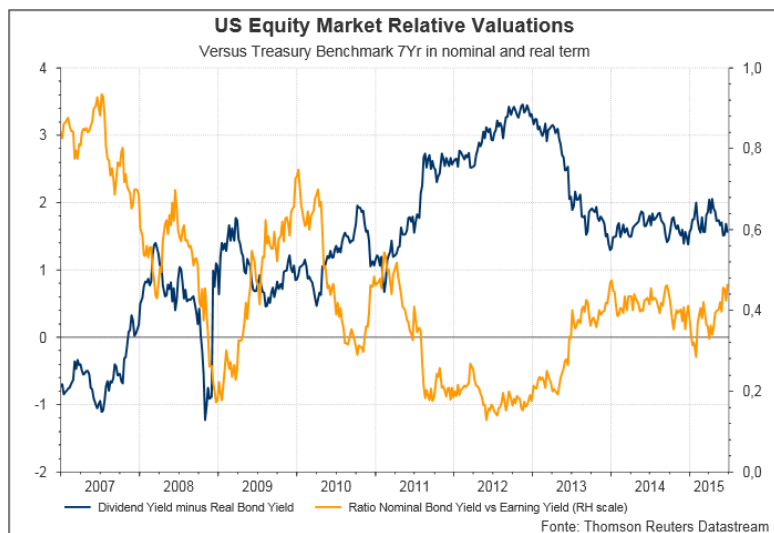
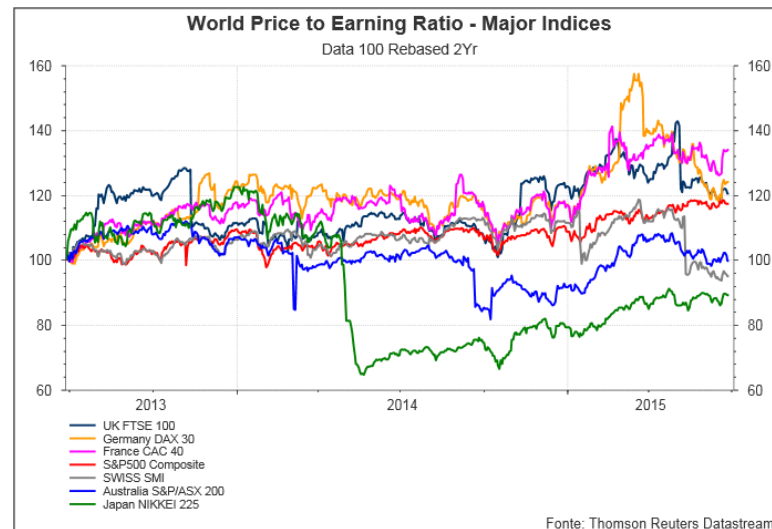
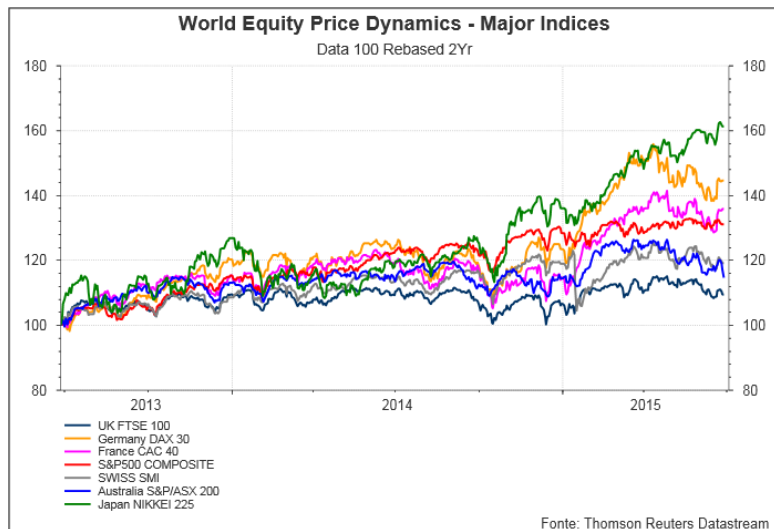
- Sui governativi in Euro abbiamo condotto la posizione a «UW duration»; la combinazione di tensioni crescenti sulla partita greca e di un'accentuazione delle emissioni sovrane sul primario ha scalfito la forza del compratore di ultima istanza, facendo prevalere la volatilità idiosincratICA degli spread e dei rendimenti dei grandi emittenti; l'incremento delle tensioni potrà favorire il Bund, ma il consiglio è quello di coprire il rischio piuttosto che di caricarne di ulteriore in portafoglio;
- La riduzione delle pressioni sui tassi USA dopo l'ultimo comunicato del FOMC e la ripresa di USD sostiene anche i Treasury, ma non ci esponiamo ad acquisti sulla parte lunga della curva USA che fra settembre e dicembre potrà verosimilmente subire lo shock di un rialzo dei tassi di policy;
- Sul Credito, manteniamo una posizione «mild OW» sui Corporate HY in USD, dal momento che i livelli attuali di rendimento incorporano un tasso di default più equilibrato, mentre il peso dei Corporate IG in USD resta «NW». Fra i Corporate Investment Grade, abbiamo azzerato la posizione fra gli emittenti in Euro, che sono molto sensibili all'effetto del rimbalzo dei tassi sovrani benchmark, alla volatilità connessa alla situazione greca ed alla sostanziale inefficacia degli acquisti di secondario operati dalla BCE;
- La nostra classe privilegiata nel settore del credito resta quella delle Convertibili, una delle migliori da inizio anno, l'unica parzialmente decorrelata sia dal ciclo economico che dal ciclo dei tassi di interesse.



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

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

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.

Global Equity markets arithmetics

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price 26/06/2015	%chg YOY 2015	Dividend Yield	2015	2016	2017	2015	2016	2017
S&P 500	2101,49	2,1%	2,5%	7,5%	1,4%	12,1%	18,1	17,8	15,9
S&P GICS Information Tech.	5080,51	7,3%	2,2%	11,9%	7,9%	10,9%	18,5	17,1	15,4
EURO STOXX (EUR)	373,27	16,8%	3,7%	2,9%	14,4%	13,1%	18,0	15,7	13,9
FTSE-100 INDEX	6753,70	2,9%	4,1%	0,4%	-10,3%	12,2%	14,5	16,2	14,4
TOPIX First Segment	20706,15	18,7%	1,8%	5,9%	18,4%	9,2%	18,6	15,7	14,4
MSCI WORLD INDEX	1346,32	5,5%	2,8%	4,2%	2,8%	12,1%	17,9	17,4	15,5
MSCI EMERGING MARKETS	50906,34	5,3%	3,2%	-1,1%	5,0%	12,6%	12,9	12,3	10,9
MSCI PACIFIC	954,27	12,8%	2,6%	7,6%	8,7%	7,9%	17,1	15,7	14,6
MSCI EM LATIN AMERICA	2384,92	18,2%	2,9%	-6,3%	-9,5%	22,3%	14,4	16,0	13,1

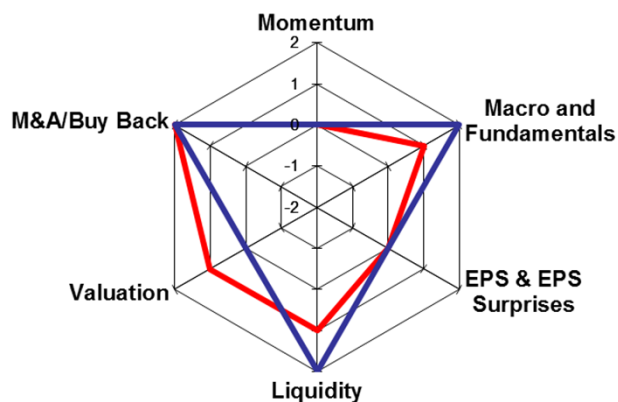
Source: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregates

S&P500: Q1-2015 Earnings vs. Expectations

Sector	Above%	Match%	Below%	Surprise Factor %	Reported Total#	Index Total#
Consumer Discretionary	63%	10%	27%	2%	84	84
Consumer Staples	70%	11%	19%	6%	37	37
Energy	68%	5%	27%	23%	41	41
Financials	60%	17%	22%	5%	86	87
Health Care	84%	7%	9%	10%	55	55
Industrials	63%	9%	28%	0%	65	65
Materials	55%	7%	38%	-3%	29	29
Technology	69%	9%	22%	5%	67	67
Telecom Services	80%	0%	20%	5%	5	5
Utilities	70%	7%	23%	6%	30	30
S&P 500	67%	10%	23%	6%	499	500
<i>Source: Thomson Reuters I/B/E/S</i>						

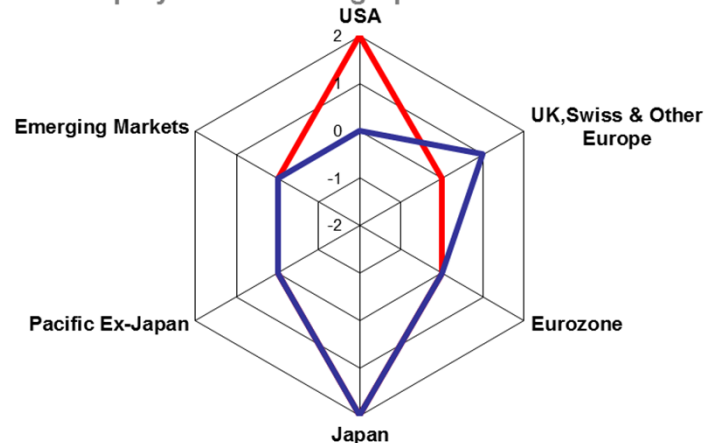
Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



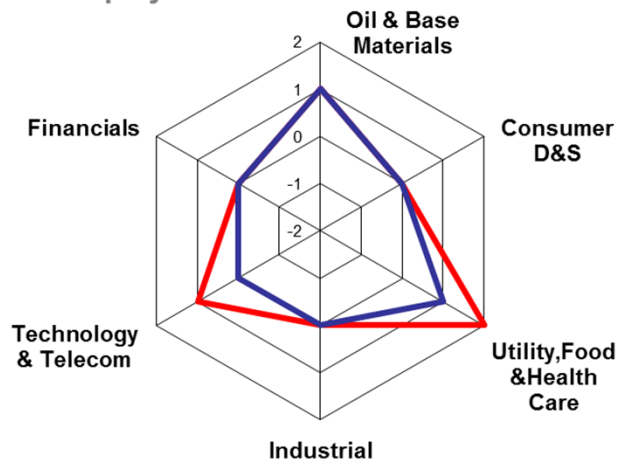
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

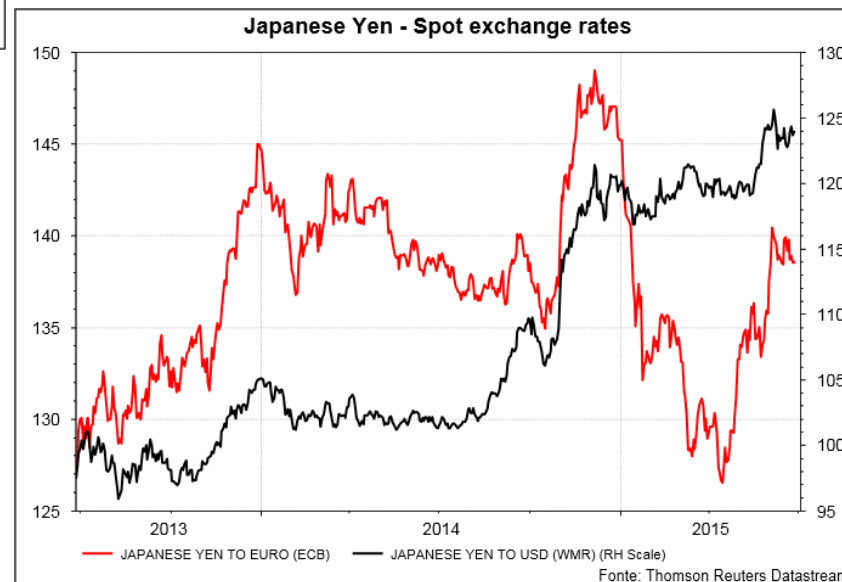
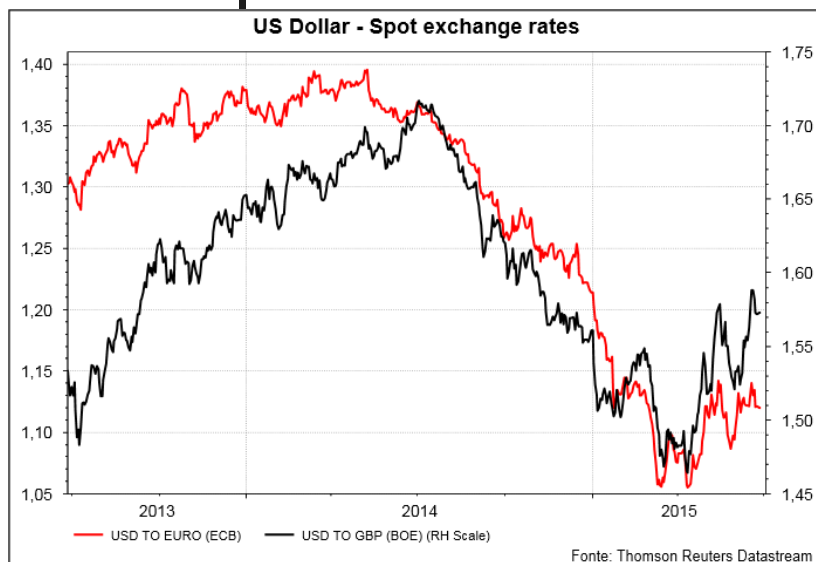
Equity Markets Sector Allocation



Il sostegno all'Equity delle politiche monetarie è meno stabile in questa fase, perché si diffondono dubbi sul ciclo economico anche a causa di rischi di evento. Prevalgono quindi i fondamentali, e le tendenze si fanno più frammentate. La posizione strategica resta OW, per motivi di attrattività relativa, ma la selettività geografica e aziendale si è accentuata. Manteniamo UW gli EM, frenati dalle difficoltà dei BRIC. Il sovrappeso dell'Eurozona è stato gradualmente ridotto, a vantaggio del Giappone e degli USA. Fra i settori, valutiamo con attenzione l'alimentare, le tecnologie, la salute (M&A) ed i materiali di base (costruzioni), molta più cautela su consumi, industriali e utilities.

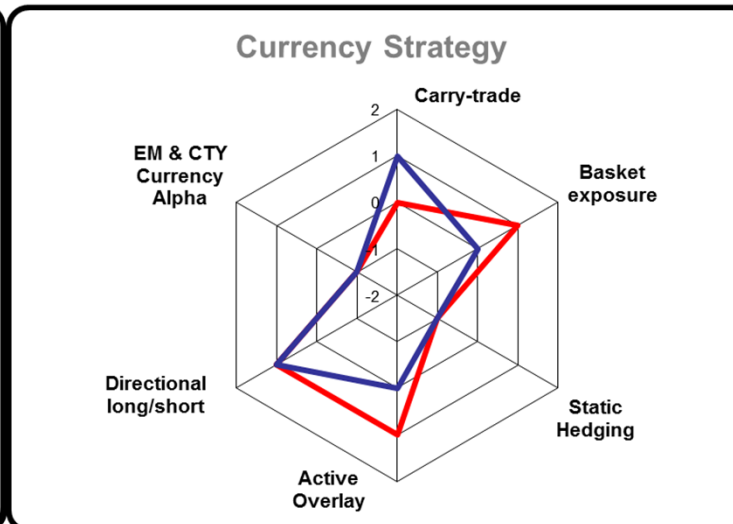
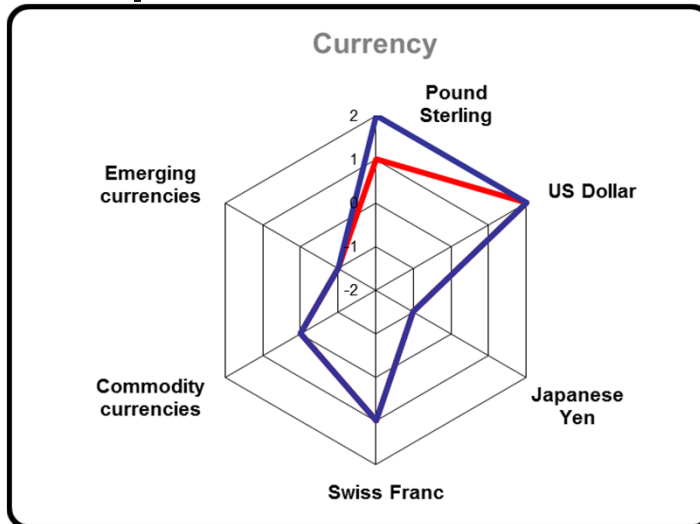
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

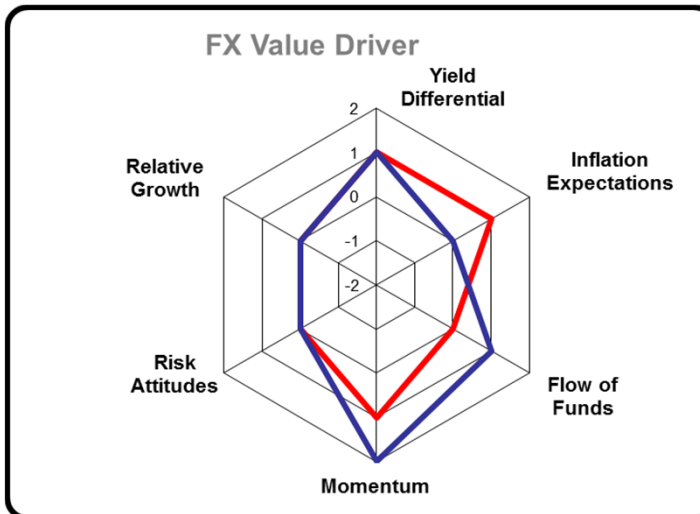


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



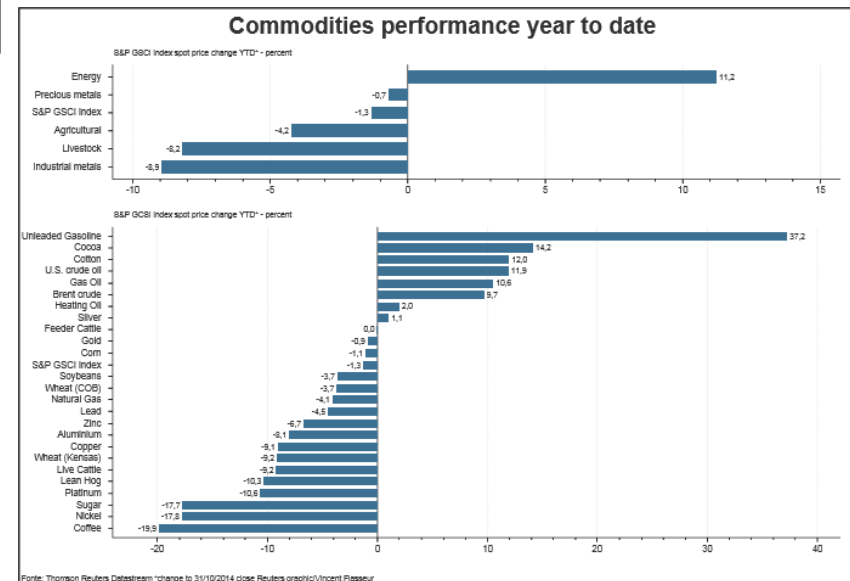
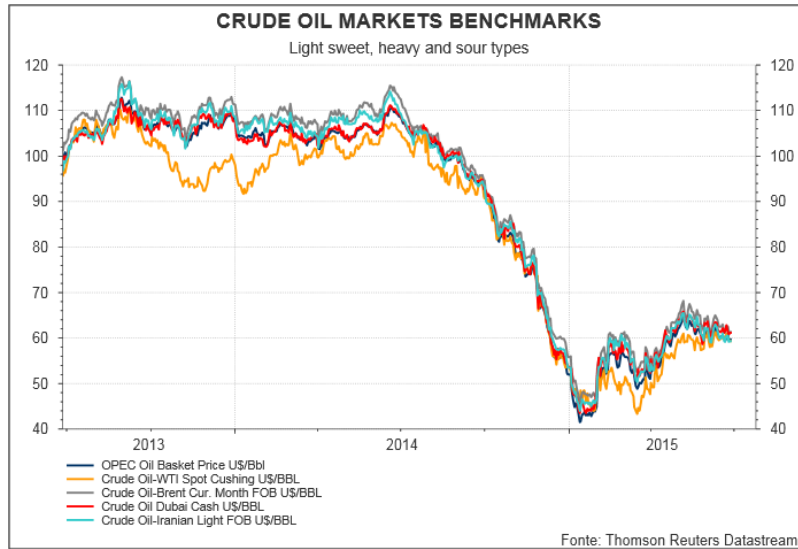
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso



Esaurito l'aggiustamento tecnico, sul USD – sostenuto da fattori macro e divergenze di policy - abbiamo rimontato la posizione «net long», verso tutte le major, in particolare JPY, EUR e CAD. GBP è destinata ad apprezzarsi contro tutte e fino a 0,6740-0,6520 contro EUR; su CHF/EUR rimaniamo aggressivi, per target 0,97-0,95-0,93 a 3-6-12 mesi. EUR resta debole contro USD, nel range 1,1040-1,0410 a 1-3 mesi; i recuperi saranno momentanei in questa fase. JPY si indebolirà nel bimestre, lo attendiamo in range 123-126 per USD. Strategie preferite sono quelle a contenuto di rischio, direzionali o carry «long USD» strategia e «long GBP e CHF» tattica.

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.

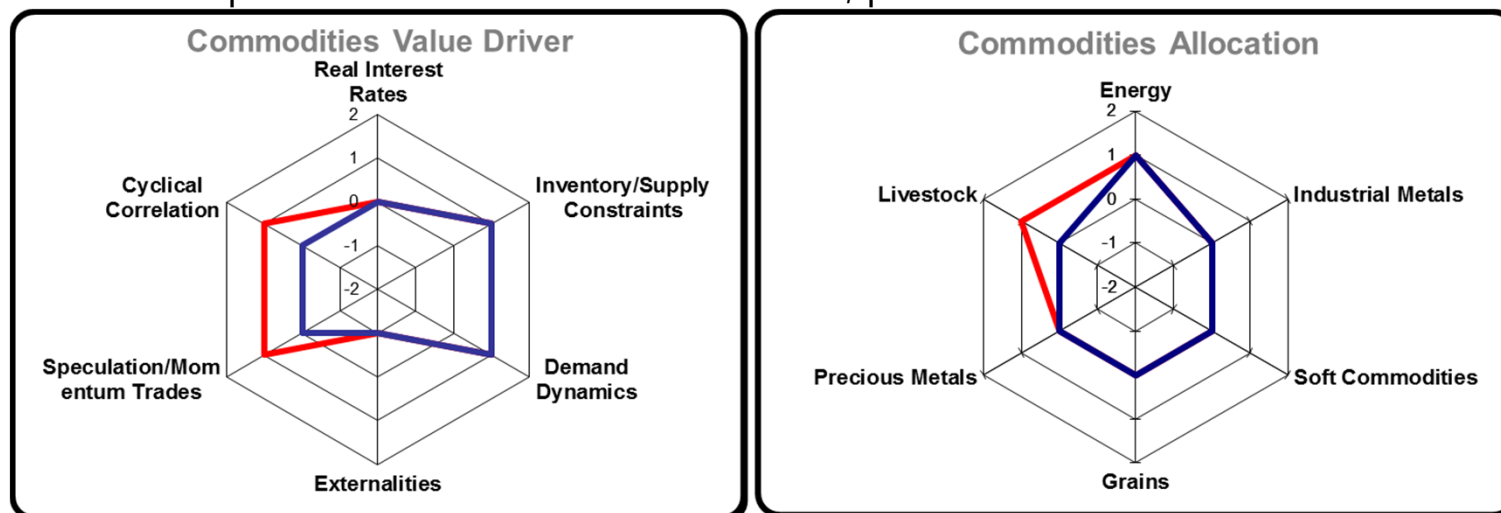
Commodity Markets



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

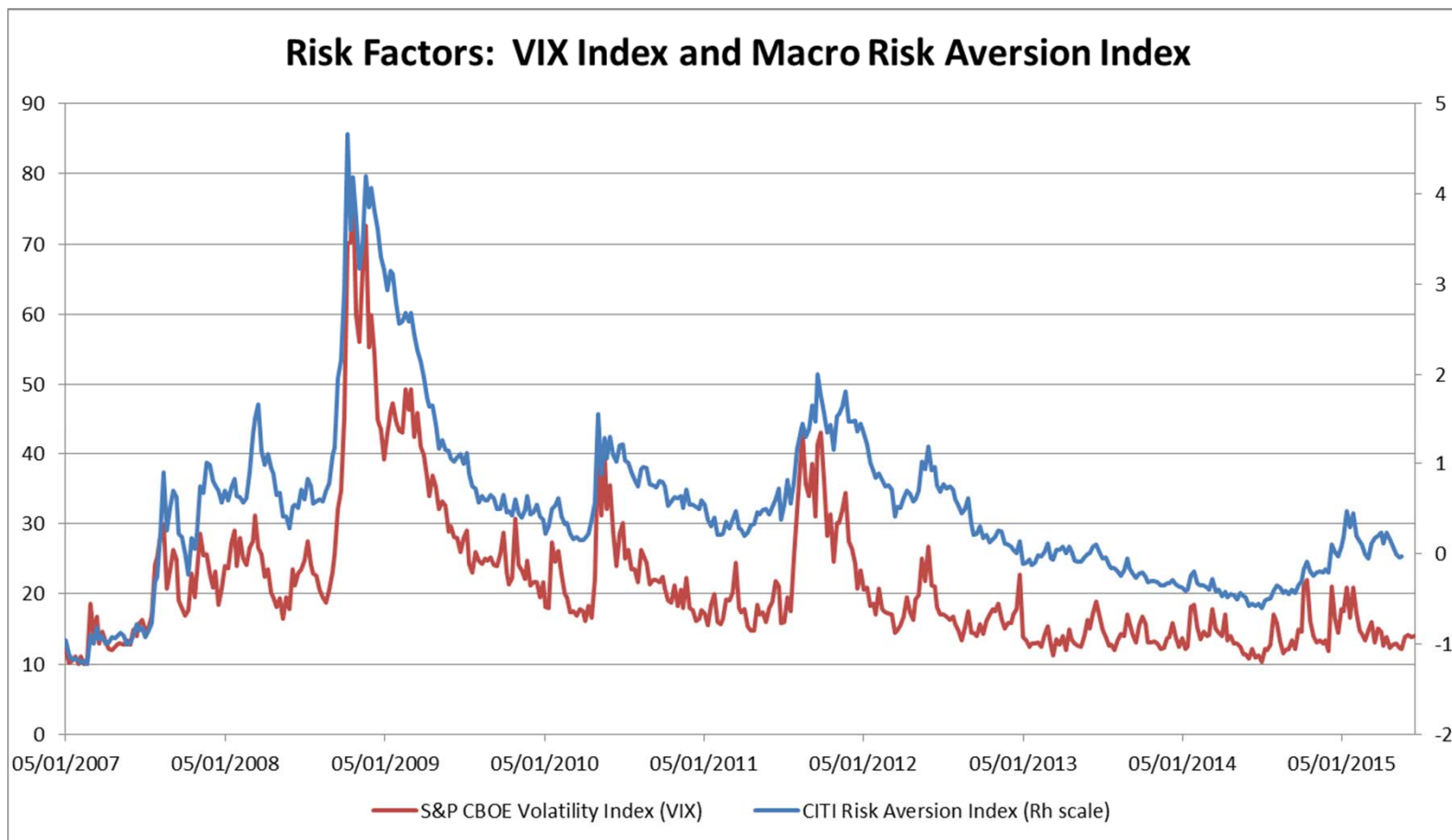
- L'insoddisfacente andamento del quadro macro ci induce a mantenere il sottopeso del comparto;
- Abbiamo sensibilmente ridotto la posizione su alcune agricole, in particolare sulle granaglie, perché la stagione dei raccolti, combinata con un eccessivo livello di scorte presso i porti di imbarco, potrà spingere al ribasso i prezzi nelle prossime 4-6 settimane; guardiamo tuttavia con attenzione ai prezzi forward del Mais e dei semi di Soia, nell'intervallo 2-5 mesi
- La posizione sui metalli preziosi è stata mantenuta ad «UW», mentre sui metalli industriali, abbiamo chiuso la posizione «short» su Zinco, tenendola su Alluminio; siamo «long forward» sul Rame, nell'intervallo 3-6 mesi (diminuiranno le scorte e aumenterà la domanda di fisico);
- Rimaniamo confidenti su una ripresa dei prezzi dell'energia, in particolare dei raffinati, perché qui le scorte sono notevolmente diminuite, giusto in corrispondenza dell'avvio della driving season; manteniamo una posizione al rialzo su benzina e diesel, per orizzonte 2-3 mesi.



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

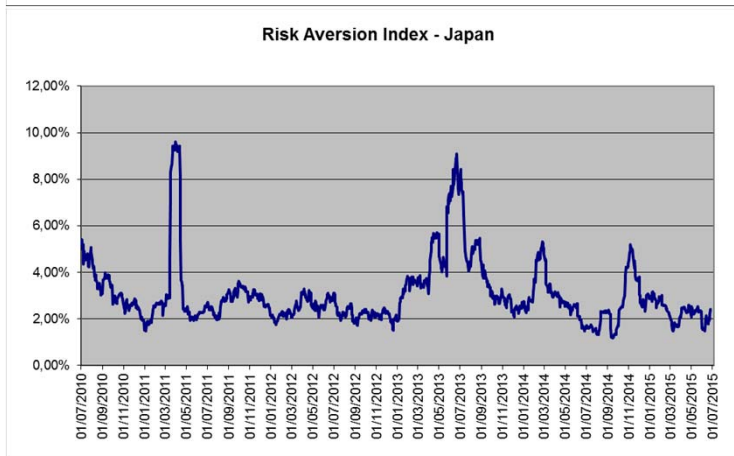
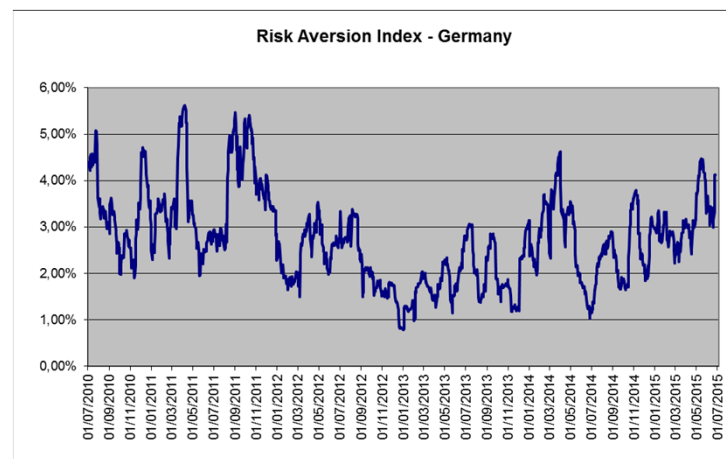
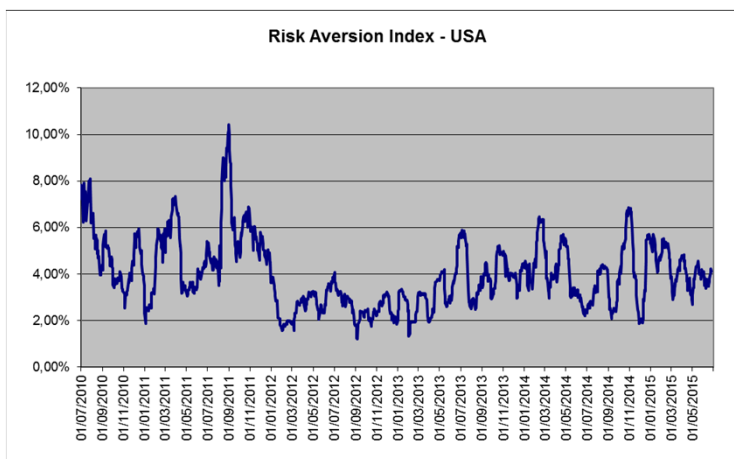
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Risk Factors: Volatility & Risk Aversion



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



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 macro view

- Con dati di domanda aggregata molto deludenti in USA, UK Cina e nel complesso dei BRIC, e sensibili incrementi del tasso di crescita nell'Eurozona (+1,6% A/A) e in Giappone (+2,4% A/A), si conferma una notevole frammentazione delle tendenze macro.
- Preoccupa il fatto che, dati i livelli di produttività globali e un debole ciclo di investimenti, UK e USA in particolare siano di fatto già attestati sui livelli dell'output potenziale post crisi (+2,0% circa) e che ciò possa indurre una accentuata divaricazione delle politiche monetarie e ampia volatilità.
- Le banche centrali sembrano aver perduto parte della loro forza sulle aspettative, mentre gli eccessi di liquidità continuano a limitare i livelli di avversione al rischio.
- Lo scenario di 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-potenziiale, 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 riaprirà spazi di arbitraggio sulla «term structure», rendendo più complicato per le banche centrali il controllo del meccanismo di «trasmissione» degli impulsi di policy.
- Nei paesi emergenti l'aggiustamento continuerà, molti squilibri devono essere assorbiti.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» per un periodo di tempo ancora lungo attenua la volatilità dei mercati, almeno fino a quando non emergeranno «bolle speculative».
- Più complicato immaginare che rimanga sotto controllo anche la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro possibile inefficacia potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo frequenti correzioni.

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	=	+	ABS, CONV. & LINKERS	+	+
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&EM 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.