

Giugno 2016



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

## Editoriale: Brexit and beyond....

Il 23 di giugno i cittadini del Regno Unito hanno votato l'uscita dall'Unione Europea. Non era un esito scontato, la maggior parte degli osservatori ritenevano più probabile un voto favorevole, ma così non è stato. Dal punto di vista puramente economico, l'uscita non conveniva: tali e tante erano state le concessioni delle autorità UE che UK avrebbe mantenuto di fatto un ruolo preminente sia nei mercati finanziari e nell'intermediazione cross-border, che in molti aspetti legali di contesto che ne definiscono le già ampie opportunità di «dumping» fiscale e commerciale. La scelta è stata quindi dettata da considerazioni di natura politica, dove con questo termine vogliamo qui identificare gli attributi profondi della parola, che hanno a che vedere con le libertà costituzionali, con l'idea di nazione e di identità culturale, con la posizione geopolitica privilegiata che Londra ha sempre mantenuto nei confronti dei paesi di origine anglosassone, Stati Uniti in primis. Saranno gli sviluppi negoziali e più in generale la storia a dirci se questa diventerà o meno una scelta di successo, di più non è il caso di aggiungere.

Come accennato in precedenti Rapporti, **noi non siamo fra coloro che ritengono l'evento un possibile fattore scatenante di una recessione globale, magari condita con una crisi finanziaria di ampia portata.** I negoziati cominceranno in autunno, non c'è quindi tempo per l'attività economica di aggiustarsi già nel 2016 al nuovo scenario. Un rallentamento è plausibile e probabile, che questo possa condurre ad una contrazione del GDP su base annua in UK e Eurozona – le aree direttamente impattate – va di fatto escluso su robusta base simulativa. In via preliminare abbiamo valutato gli effetti diretti sul ciclo globale: dato il peso di UK e Eurozona sul GDP world (14,3% secondo IMF), stimando una perdita di circa 1% di trazione, l'effetto sarebbe limitato a 15 punti base in meno. Più difficile stimare gli effetti indiretti (sfiducia, rischi di disgregazione della UE, instabilità dei mercati) ed i possibili esiti su investimenti, occupazione e consumi, perché troppe sono le interconnessioni possibili e troppo sensibili i canali di trasmissione dei mercati. Alla luce di quanto sopra, crediamo tuttavia che la Brexit sarà più rischiosa per la UE che per UK, che (esclusa GBP) le attività UK potranno reagire prima e meglio agli eventi (grazie alla BoE) e che quindi l'instabilità avrà una durata limitata.

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.

# Mercati finanziari andamenti

**MSCI EM&DM, JPM GBI**



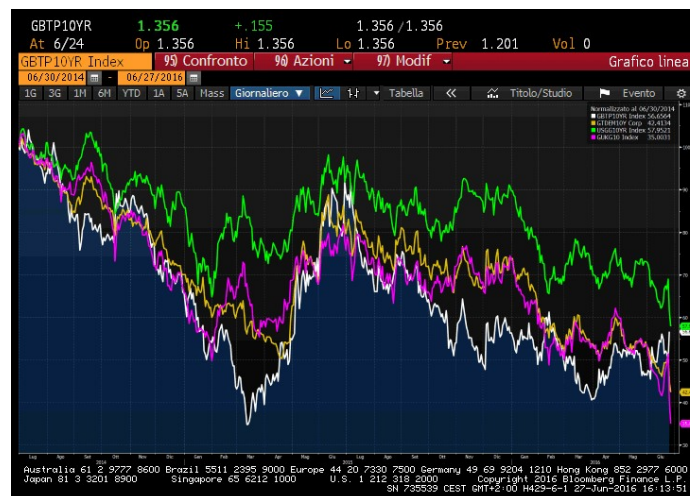
**Corporate & Convertibles**



**JPM EM Bond & S&P GSCI**



**Sovereign Benchmark**



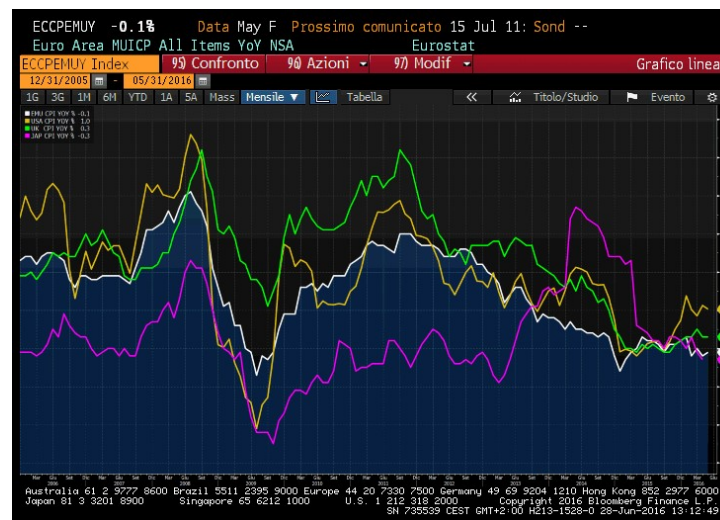
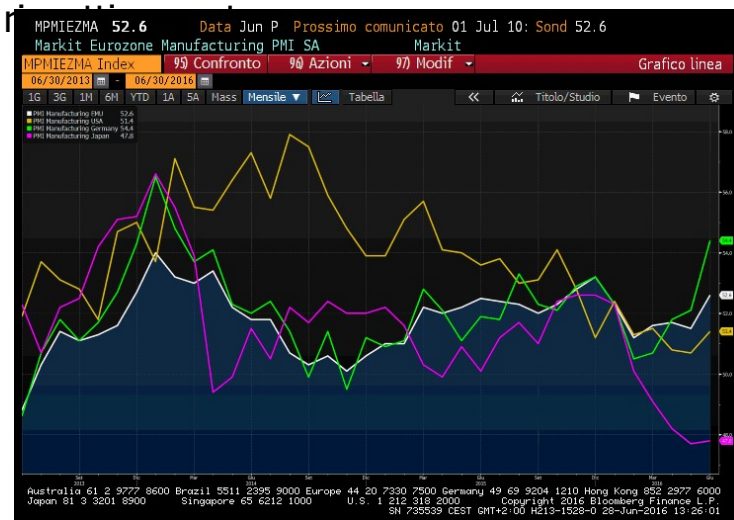
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARN SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

- Un quadro economico già debole e incerto subirà il contraccolpo della Brexit: gli effetti diretti sul ciclo saranno limitati (prevediamo -0,10%/-0,20%) visto il peso ridotto di UK nel contesto globale, ma i rischi di frammentazione istituzionale della UE indurranno un calo della fiducia delle imprese e degli investimenti in capitale fisico, con possibili riflessi negativi su occupazione e inflazione.
- Nell'Eurozona la dinamica del GDP rimane ancorata a +1,5%, ma i recenti andamenti congiunturali, il Brexit e i prossimi passaggi istituzionali, uniti alla persistenza della crisi in alcuni EM, costringono a rivedere in peggio le stime. Lo stesso per UK, ma la contrazione sarà più limitata del consenso.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» è rafforzato, e trova giustificazione nel rischio che l'instaurarsi di un periodo prolungato di stagnazione e di bassa inflazione nei paesi più sviluppati e in Cina possa destabilizzare l'ambiente economico e i mercati finanziari.
- L'efficacia dell'azione di policy è limitata da atteggiamenti conservativi di famiglie, imprese e settore pubblico, che limitando di fatto la domanda, impediscono l'avvio di una fase di nuovi investimenti.
- Pertanto, per il 2016 si conferma che la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva, ma più bassa dei già contenuti livelli del 2015. Riteniamo troppo ottimista il consenso su tutto il complesso dei paesi G7, e confermiamo che il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziabile, su cui peserà il profilo decrescente di produttività e investimenti privati e pubblici.
- Negli EM i problemi di controllo del cambio, dovuti al deleverage dai precedenti eccessi creditizi, rallentano l'aggiustamento. La ripresa dei prezzi delle commodity, connessa ad una modesta svolta nelle costruzioni in Cina, potrebbe indurre una più rapida uscita dalla recessione di Brasile e Russia.
- Immaginiamo una instabilità economica persistente: i rischi per la crescita limiteranno le divergenze delle politiche monetarie, ma una loro sostanziale inefficacia prospettica potrà ancora alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo ampie e frequenti correzioni dei mercati.

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

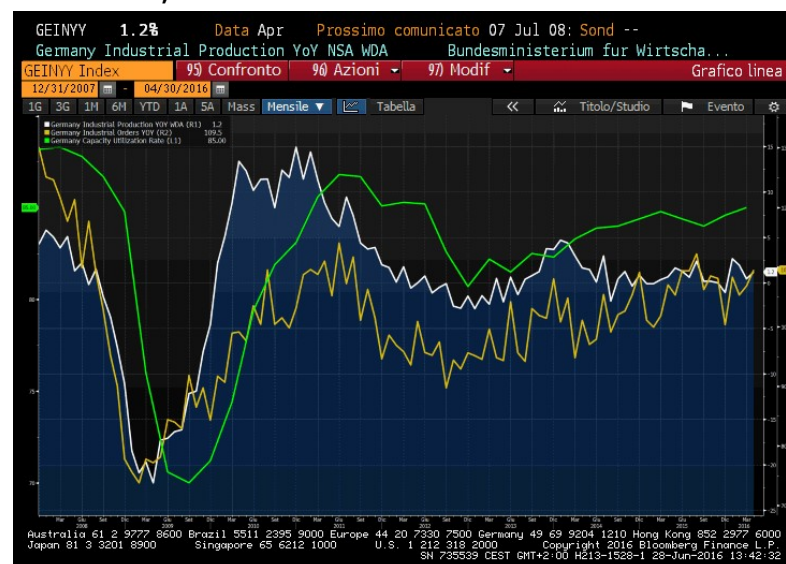
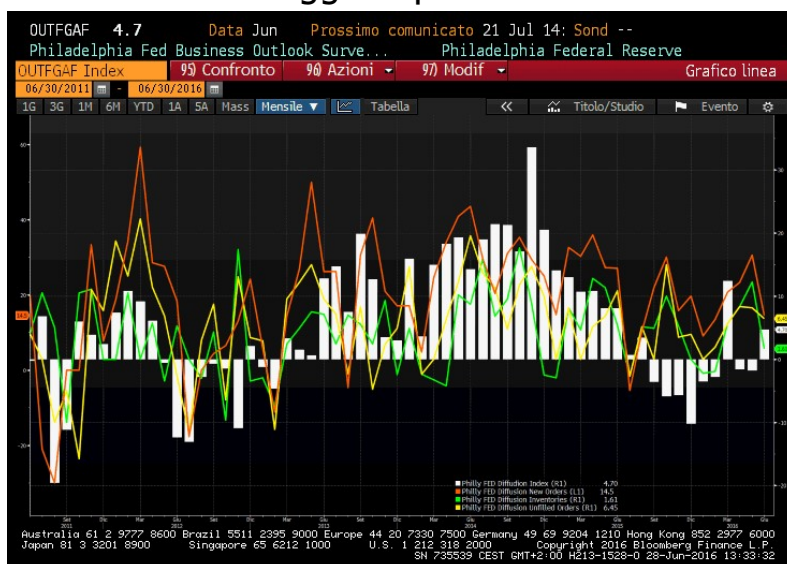
- La crescita globale procede a passo moderato, ed evidenzia criticità crescenti già solo nel mantenere il debole profilo del 2015: a) negli USA, gli indici anticipatori perdono trazione, mentre l'indice ISM segnala una eccessiva dipendenza dal ciclo ordini/scorte, che rende volatile il GDP; b) in Europa i PMI manifatturieri sono in modesta ripresa e stazionano intorno ai minimi di ciclo (con l'eccezione della Germania); c) l'inflazione di fondo ha frenato la caduta ma resta troppo bassa a causa di elevati output-gap rispetto al «potenziale» pre-crisi; d) i paesi emergenti risentono di un'attività stagnante nei paesi principali, che sarà inoltre negativamente impattata dal Brexit; e) la produzione manifatturiera (salvo la Germania) rimane molto al di sotto dei livelli pre-crisi.
- Con il Brexit il quadro descritto potrà peggiorare nel futuro prevedibile, **ma la nostra previsione esclude rischi diffusi di recessione a medio termine**: nel 2016 stimiamo il GDP globale a +2,1% (era +2,3%) e i DM a +1,3%; su livelli leggermente migliori nel 2017 (+2,3% da +2,6% e +1,5% i DM); rivisti anche gli EM a +3,0% (da +3,4%) e +3,3% (da +3,7%)



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.

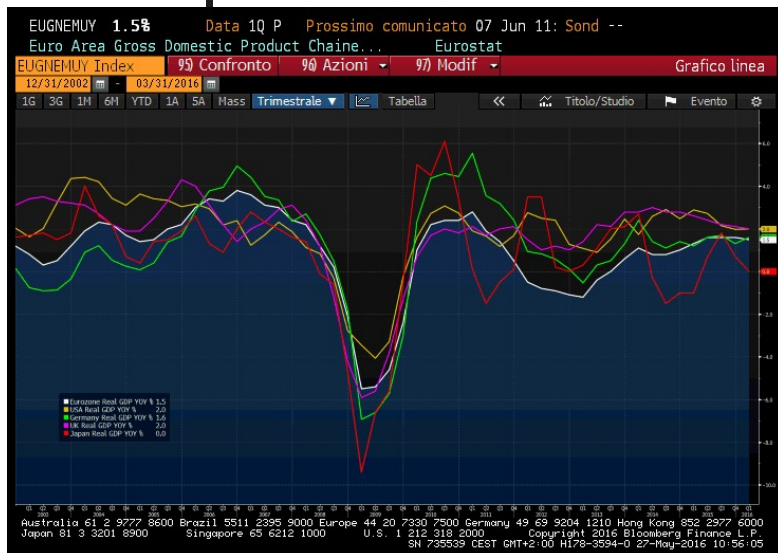
# USA e Germania: indicatori di breve

I dati più recenti indicano che in Q1-2016 il GDP USA è cresciuto sensibilmente di più di quanto riportato in precedenza (+0,8% QOQ saar rispetto a +0,5%), ma molto meno del Q4-2015. Un maggiore incremento delle scorte e un deficit di parte corrente più contenuto sono all'origine della revisione; l'andamento della domanda per consumi è stato più riflessivo (+1,9%), e ciò è confermato dall'incremento del tasso di risparmio (salito al 5,9%) ai livelli più elevati dal 2012. Gli indicatori congiunturali – Philly FED, vendite al dettaglio e occupati non agricoli - confermano che Q2-16 sarà migliore, ma meno delle stime precedenti e intorno al +2,0% QOQ saar. In Germania i dati più recenti segnalano una buona dinamica del settore manifatturiero ed una sensibile flessione del settore dei servizi. L'indice PMI manifattura è salito a giugno a 54,5 da 52,1, uno dei maggiori incrementi nel biennio. Il recupero di forza del comparto è confermato dalla dinamica della produzione e degli ordinativi, con l'utilizzo della capacità che sembra avviato a recuperare i livelli pre-crisi. Le indagini evidenziano una maggiore prudenza fra le aziende dei servizi, ma crescono le intenzioni di assumere.



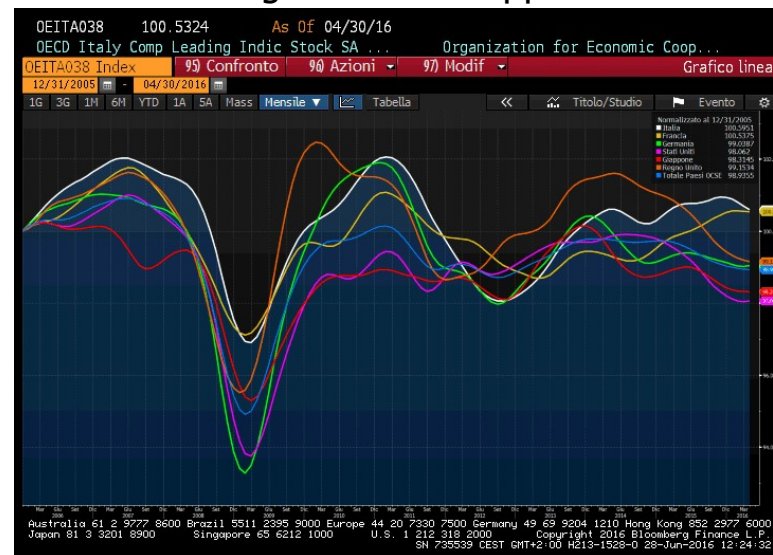
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNÒ SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Scenario macroeconomico globale



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

Il ritmo di crescita dell'attività economica sta diminuendo in numerose aree; in generale gli andamenti sono piatti e confermano un sostanziale indebolimento delle tendenze del GDP globale. La diminuzione delle tensioni nei paesi emergenti e la politica ultra-espansiva della BCE mantengono la zona Euro in linea con un tasso di crescita del GDP intorno all'1,5%, mentre l'estrema dipendenza dal ciclo delle scorte, un cambio troppo forte e/o una inflazione che stenta a salire frenano gli USA e il Giappone.



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

Abbiamo effettuato una prima stima del GDP a seguito del Brexit, che accentua le ipotesi di flessione. Ricordiamo che l'assenza di pressioni inflazionistiche, la diminuzione dei livelli di produttività per effetto della combinazione di bassi investimenti in capitale fisico e moderata ripresa dell'occupazione, pesano già sui profitti delle imprese a livello globale.

In UK la stima flash relativa a Q1-2016 indica un rallentamento della crescita a +0,4% q/q (+2,0% y/y): su questo trend si inserisce la questione dell'uscita dalla UE, che pur non avendo un effetto immediato sui trend in H1-16, tramite gli effetti di fiducia e di ricchezza (negativi), impatterà su H2-16 e nel 2017. Ci attendiamo un trimestre negativo in Q4-16, che condurrà il GDP 2016 a +1,4% (da +1,9%). Sul 2017 l'effetto sarà più pesante (+1,1%).

Le stime di crescita per il Giappone sono state riviste al rialzo su tutto l'orizzonte previsivo (+0,4% e +0,6% per il biennio), il trascinamento è salito a +0,2% per effetto del rimbalzo della produzione in marzo/aprile che ha sostenuto le scorte, e di una netta flessione delle importazioni. Gli effetti sono temporanei, ma i miglioramenti osservati nel mercato del lavoro (salari e occupazione) e le attese di ulteriori stimoli quantitativi alimentano un moderato ottimismo.

La previsione per l'Eurozona è poco variata nel 2016, al +1,3% (da +1,4%), e in calo nel 2017 (a +1,3% da +1,6%), soprattutto a causa delle incertezze istituzionali che dopo la Brexit potranno gravare sugli assetti futuri della UE, provocando ampie oscillazioni dei mercati e degli spread sovrani, limitando la domanda di investimento delle imprese.

La previsione per gli USA è rimasta al momento invariata, ma riteniamo possano ipotizzarsi lievi revisioni al ribasso (-0,1% flat) su tutto l'orizzonte di stima, che dipenderanno tuttavia dall'atteggiamento della FED e dalla dinamica di USD.

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

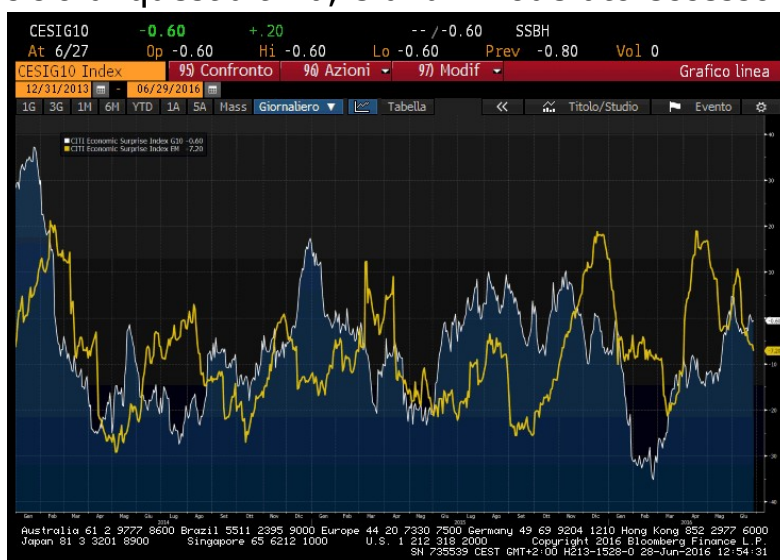
Source: Consensus Economics, Soprarno proprietary research. Revisions, previous month: green paint, upward; red paint, downward.

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

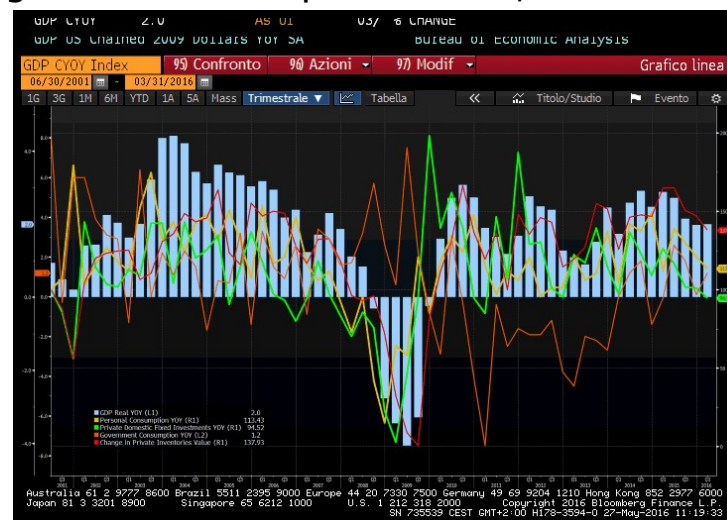
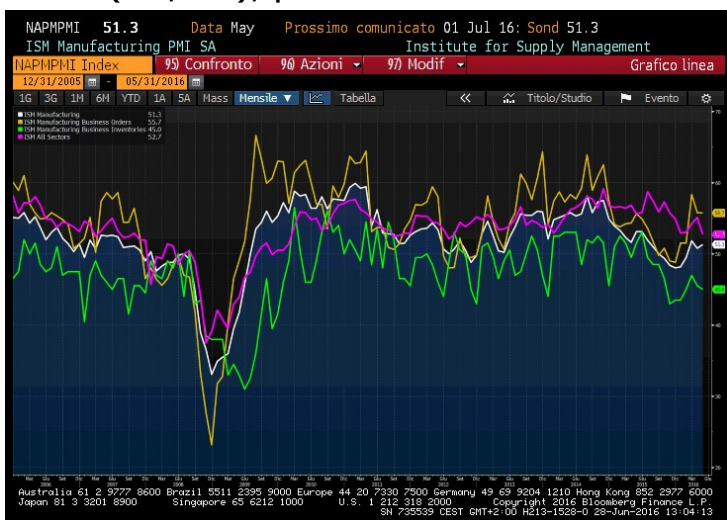
Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale. Qui ricordiamo che tali indici sono definiti come la deviazione standard ponderata degli scostamenti dei dati economici pubblicati rispetto al consenso. Una lettura positiva indica che i dati sono risultati migliori delle previsioni, una lettura negativa che essi sono risultati peggiori, un andamento piatto che essi si sono confermati in linea con le stime. A livello globale, i due grandi aggregati «funzionali» (paesi G10 e paesi Emergenti) evidenziano una significativa divergenza di breve, con i G10 che rafforzano segnali di debole ripresa e gli EM che confermano una nuova flessione. L'indicazione è in linea con il consenso, che tuttavia potrà subire una sensibile revisione in senso peggiorativo alla luce dell'esito del referendum UK sulla Brexit. A livello geografico, è palese il differente andamento degli indici di sorpresa relativi a USA e Cina da una parte (in appiattimento) ed Eurozona dall'altra (in sensibile accelerazione), a conferma di un ottimismo - ora meno fondato - per le aspettative relative al ciclo di quest'ultima, e di un moderato eccesso di pessimismo per gli Usa e la Cina.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNÒ 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 SOPRARNÒ 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

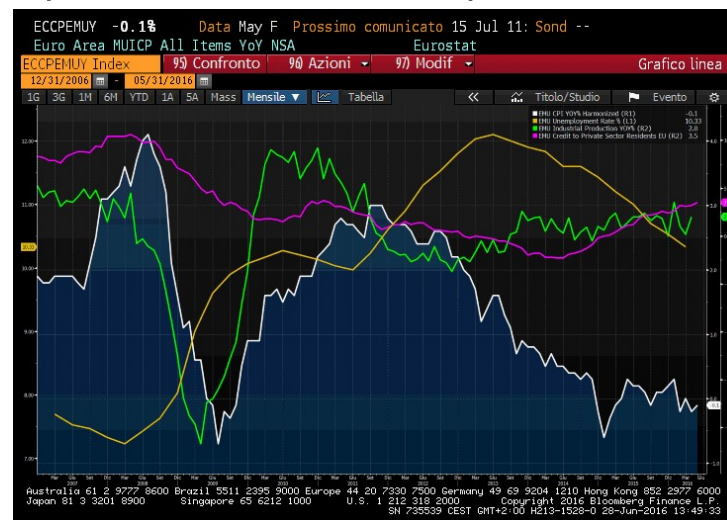
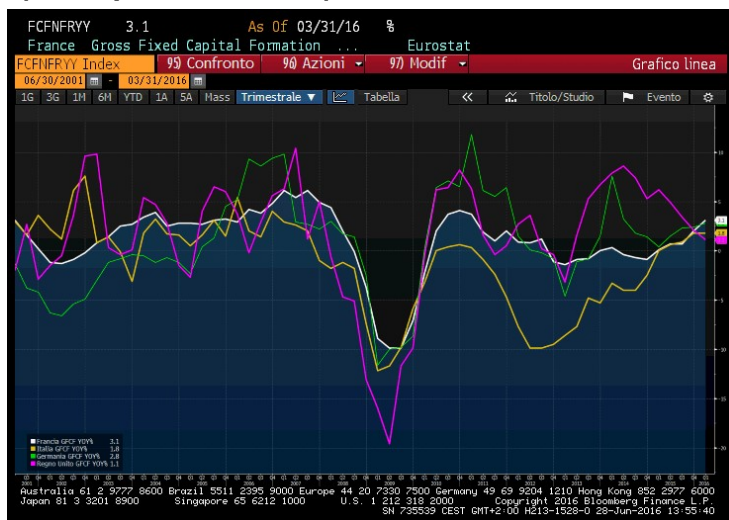
Negli USA si sono lievemente rafforzati i segnali di accelerazione della domanda interna, che rimane tuttavia in parte condizionata dalla dinamica delle scorte. Persiste il contributo negativo della domanda estera netta, penalizzata dalla forza di USD. Il Q1-2016 si è concluso con un recupero del GDP del +0,8%, penalizzato da una crescita dei consumi privati inferiore al 2,0%, e da un calo degli investimenti del -6,2% (superiore alla prima stima), non controbilanciati da una spesa pubblica in ripresa (+1,2%). L'evoluzione della domanda interna riflette una maggiore prudenza di famiglie e imprese, dopo un avvio di anno nel quale gli investimenti privati in capitale fisico (in particolare del settore energia) sono stati tagliati, con ampi riflessi sul mercato finanziario e sulla domanda di lavoro. Gli indici anticipatori e di sentiment sono contrastati, nonostante la ripresa dei PMI. Considerando il peso dei consumi sul GDP USA (68%), stimiamo in Q2-2016 un contributo positivo al GDP di circa l'1,4%, e dello 0,15% rispettivamente per spesa pubblica e scorte. Il contributo dell'export netto dovrebbe attestarsi intorno al -0,25%. La nostra stima è pertanto più prudente del consenso (+2,0%), perché escludiamo una crescita degli investimenti superiore al +0,5%.



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

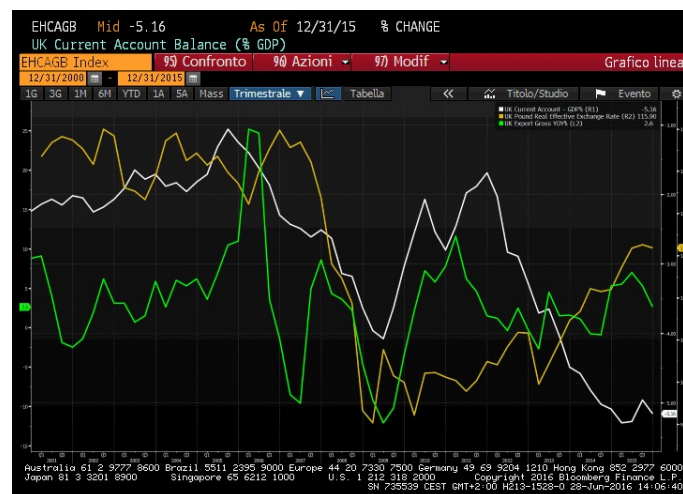
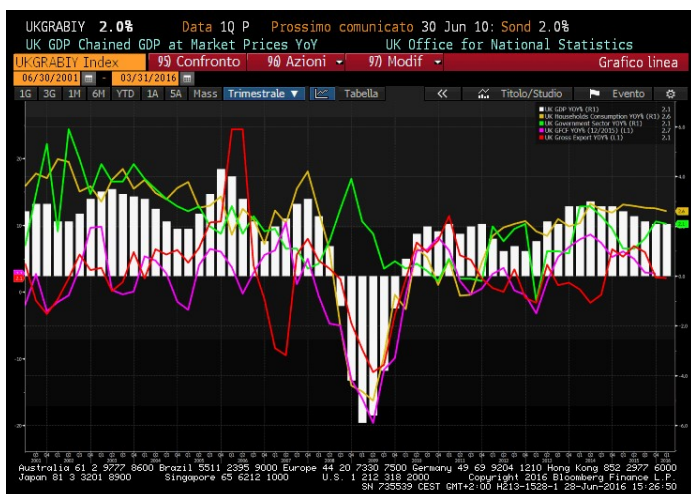
I ritmi di crescita nell'Eurozona rimangono insoddisfacenti: la ripresa è in essere da circa tre anni, nonostante l'indebolimento del ciclo globale – soprattutto nel complesso degli EM – e le ricorrenti turbolenze finanziarie; l'offerta di liquidità da parte della BCE ha garantito la tenuta della fiducia degli operatori, ma nonostante una graduale ripresa del credito al settore privato, l'inflazione resta lontana dal valore target, la disoccupazione scende in modo troppo graduale e il GDP non riesce a scalfire lo scoglio del +1,5% per anno, poco meno di un punto percentuale al di sotto dei valori potenziali pre-crisi. Il tasso di disoccupazione (al 10,2%) sta approssimandosi al livello giudicato strutturale (9,6%), ma come noto questa misura non è in grado di spiegare la persistenza di capacità inespresa nel sistema. E' quindi improbabile che da una saturazione del mercato del lavoro possa nel breve innescarsi una spirale salari-prezzi e quindi una ripresa dell'inflazione. Un certo recupero di reddito c'è stato, ma i consumi sono in calo per motivi prudenziali. I fattori che potevano supportare una ripresa degli investimenti (tassi bassi, fiducia, necessità di rinnovo degli impianti) saranno in parte erosi dal Brexit. Prevediamo quindi dinamiche del GDP più riflessive.



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: United Kingdom

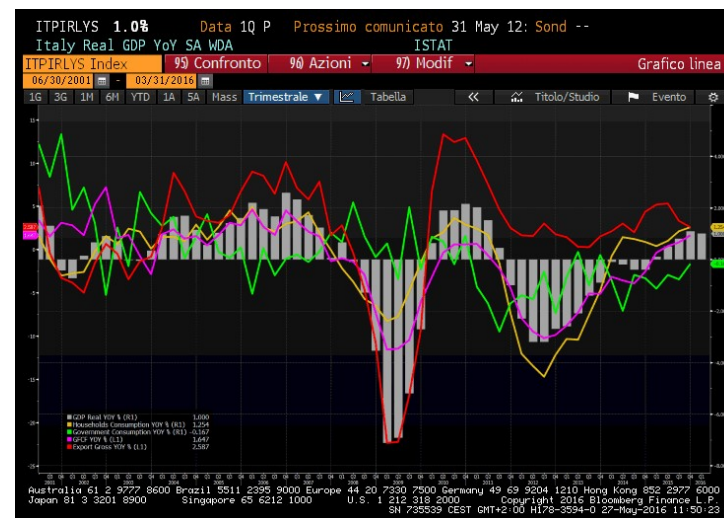
L'economia UK stava manifestando sintomi di rallentamento già prima del Brexit. In Q1-16 il GDP era cresciuto del +2,0% tendenziale, un decimo in meno del trimestre finale del 2015. Osservando le componenti della domanda aggregata, preoccupa lo sgretolamento dell'export – retaggio in parte del rafforzamento della sterlina – e degli investimenti del settore privato, un elemento quest'ultimo che impedisce recupero di produttività e per questa via più elevati salari. La flessione dell'export si coniuga con uno squilibrio delle partite correnti che ha superato il 5,0% del GDP: il deficit andrà nel futuro corretto, e certamente aiuterà la pesante svalutazione del cambio intervenuta dopo la Brexit (se persistente), ma un qualche tipo di aggiustamento interno andrà ipotizzato, e non potrà non incidere (moderatamente) sui consumi. Il governatore M. Carney ha spiegato che l'incertezza sugli sviluppi negoziali e geopolitici successivi alla Brexit avrà un impatto sulla fiducia del settore privato, famiglie e imprese. Una ulteriore flessione degli investimenti e dell'occupazione è probabile, e una graduale contrazione del ciclo conseguente. Non siamo tuttavia fra coloro che ritengono inevitabile una recessione: almeno nel 2016 essa è improbabile.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNÒ 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 SOPRARNÒ 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: Italia

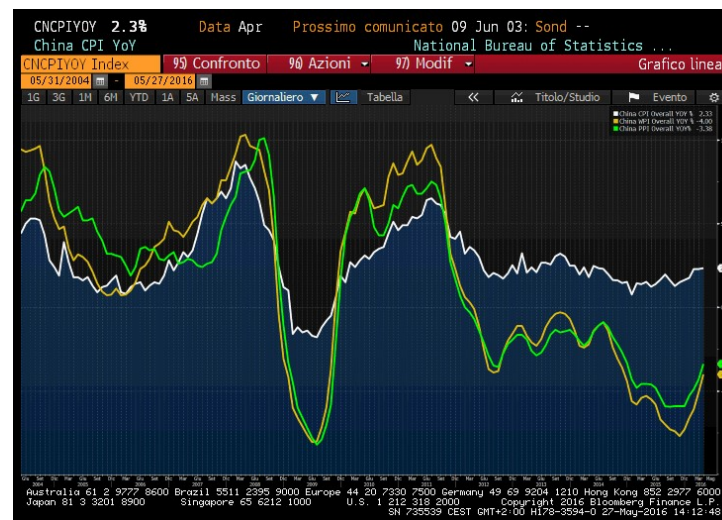
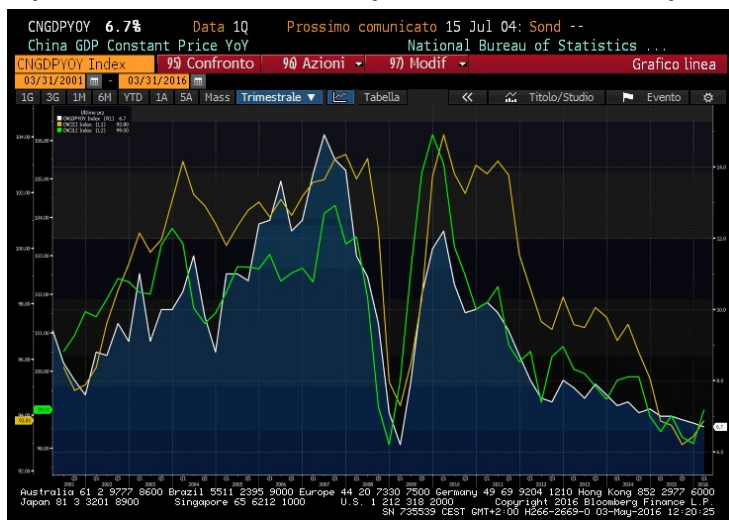
In Italia l'attività economica ha continuato ad espandersi lentamente, confermando i progressi della parte finale del 2015. Nel Q1-2016 il GDP è cresciuto dello 0,3% sul trimestre precedente (+1,0% in termini tendenziali); i consumi e gli investimenti privati registrano entrambi un +0,2%, le importazioni -0,9% e le esportazioni -1,5%. La spesa pubblica ha evidenziato una flessione del ritmo di aumento, passando da +0,6% del precedente trimestre a +0,2% del primo quarto del 2016. Il mercato del lavoro mostra modesti progressi, grazie anche ad alcune misure del governo, ma persistono ampie disponibilità di offerta di capitale umano non utilizzate, soprattutto fra i giovani. Le ultime indagini presso le famiglie indicano un peggioramento del clima, accompagnato da giudizi pessimistici delle imprese dei servizi e del commercio; in lieve miglioramento quelli di manifattura e costruzioni. Le prospettive a breve termine non sono incoraggianti: l'indice composito anticipatore ISTAT prosegue la caduta iniziata a gennaio, i consumi sono stazionari mentre il tasso di risparmio in Q1-16 è tornato ad aumentare (8,8%). Secondo IMF, il gap di crescita rispetto alla media UE aumenterà ancora, rinnovando i problemi di controllo del deficit e del debito.



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 stime preliminari indicano che il GDP sarebbe cresciuto del +6,7% YOY saar in Q2-16, confermando il tentativo di stabilizzazione. Su base tendenziale, il trimestre avrebbe registrato un rialzo del +1,8% (+1,2% in Q1-16). La spesa per consumi evidenzia una sostanziale tenuta: in termini nominali le vendite al dettaglio salgono del +10% nel trimestre. Gli investimenti in capitale fisico sarebbero diminuiti ancora, nonostante i diffusi miglioramenti registrati in larga parte dei settori industriali e manifatturieri: il tasso di crescita del cosiddetto comparto «secondario», che combina l'industria in senso stretto con le costruzioni, avrebbe toccato il +6,1% dal +5,8% precedente, confermando i recenti segnali di stabilizzazione della produzione industriale in Cina. In lieve diminuzione il valore aggiunto nei servizi, passato dal +7,6% al +7,5%. Il consolidamento del settore industriale comincia a riflettersi nelle esportazioni nette. Resta il problema del credito: benché un collasso dell'economia cinese indotto dal deleverage non sia previsto nel breve, restiamo preoccupati degli sviluppi di lungo termine, in ordine alla sopravvivenza delle Imprese Statali, che potrebbe condurre le banche a sostenere settori decotti.



Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNÒ 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 SOPRARNÒ 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

Il voto sulla Brexit obbliga ad un'ampia riflessione sui passi che le banche centrali potranno compiere nei prossimi mesi. Molti osservatori si sono precipitati a prevedere pesanti ed estese recessioni, ma come accennato in precedenza, per il peso ridotto che UK ha nel GDP e nell'interscambio globale, gli effetti diretti sul ciclo saranno a nostro avviso modesti. E' altrettanto evidente che al momento non è facile stimare gli effetti che indirettamente potranno influire sull'attività economica, attraverso i canali della fiducia soprattutto degli imprenditori. In tale incertezza, le banche centrali saranno impegnate a predisporre per prima cosa una rete di protezione che impedisca alla instabilità di ingessare il canale del credito, che avrebbe come conseguenza un possibile e prolungato periodo di stagnazione globale. Ci attendiamo quindi la ripresa (BoE) o il rafforzamento (BoJ e ECB) dei programmi di acquisto di attività (QE); crediamo inoltre che la FED rinvierà il rialzo dei tassi al Q2-17, monitorando al contempo la dinamica di USD.

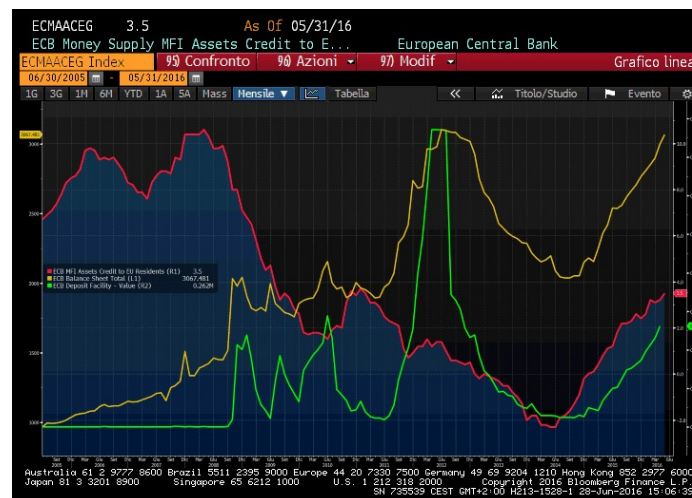
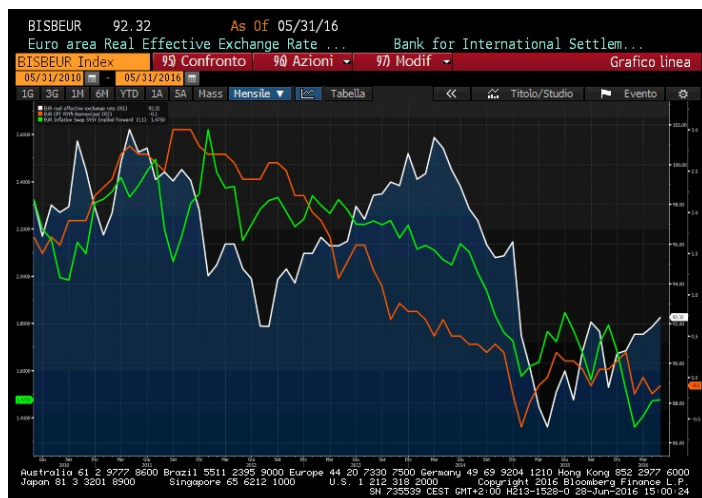


Il momento macroeconomico resta molto delicato, perché già prima della Brexit l'attività globale stava rallentando, mentre le politiche monetarie avevano dimostrato di essere di fatto inefficaci. Pensiamo che l'azione delle banche centrali dovrà evitare di generare volatilità nei mercati dei cambi, una ragione che ci induce a ritenere che – ad eccezione della BoE - non sarà il canale dei tassi quello privilegiato, ma piuttosto strumenti che dimostrino cooperazione come le linee swap in divisa, gli incrementi coordinati della liquidità di base e soprattutto una comunicazione molto convincente.

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 è impegnata a garantire la piena implementazione delle misure decise a marzo, un pacchetto aggressivo che comprende, ricordiamo, un taglio del tasso sul deposito a -0,40%, un incremento del QE a 80mld al mese, l'avvio degli acquisti di Corporate Bonds e una serie di TLTRO per favorire il consolidamento di un ciclo creditizio. Indipendentemente dal Brexit, le misure al momento sembrano non avere quasi per nulla raggiunto lo scopo. Sul fronte dell'inflazione, la misura implicita nelle scadenze «Inflation Swap 5Y5Y» segnala una stazionarietà intorno ai minimi di 1,3%, con i valori HICP correnti in territorio negativo. In tal senso non aiuta un tasso di cambio effettivo reale dell'Euro tornato a salire sul paniere ampio dei partner commerciali. Gli aggregati monetari e creditizi sono in forte ripresa (grazie all'incremento del bilancio della BCE), ma gran parte della liquidità di fonte ufficiale viene tesaurizzata. Il Brexit rimescola le carte: la UE potrebbe soffrire un calo della fiducia di imprese e famiglie, a fronte di consumi e investimenti stagnanti che già costituivano una preoccupazione. Il quadro di crescita potrà indebolirsi: riteniamo che la BCE possa tagliare ancora i tassi di 10bp, aumentando il QE fino a 100mld/mese per tutto il 2017.

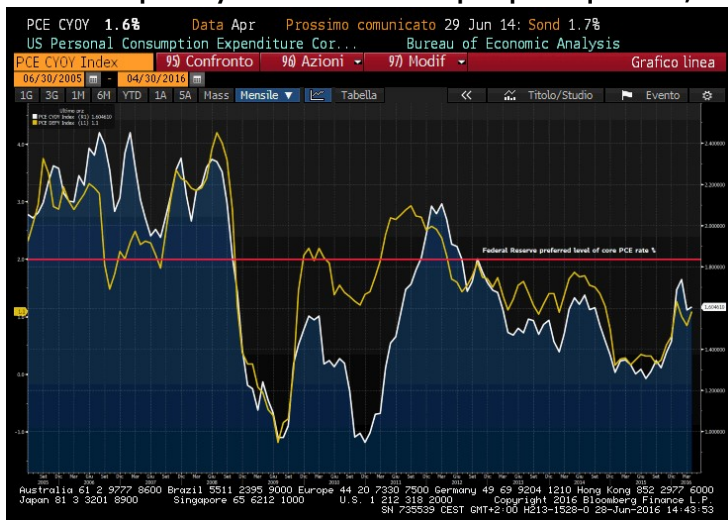


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



# Federal Reserve: le variabili guida

L'ultimo verbale del FOMC ha il difetto di riportare riflessioni sulla politica monetaria che fanno riferimento ad un quadro internazionale in essere otto giorni prima del voto in UK. La Yellen aveva già confermato in conferenza stampa un atteggiamento di cauta e vigile attesa di prima del Brexit, motivandolo con i segnali contrastanti rivenienti dai dati: una crescita dell'attività economica che in Q2-16 appare confortante contrasta con una tendenza dell'occupazione piuttosto riflessiva, che peraltro impedisce un solido incremento dei salari e in prospettiva frena la risalita dell'inflazione verso i livelli preferiti dalla FED. Un dollaro mediamente forte ed un quadro internazionale mediamente debole segnalano possibili nuove cadute sia del PCE che del CPI. Con il Brexit questo è ancora più probabile, così come lo è il rafforzamento di USD, ed è quindi facile prevedere la continuità dell'atteggiamento attendista della FED. Come evidenziato, con il Brexit abbiamo ridotto le stime di crescita in Europa, ma non ancora per gli USA, sui quali eravamo già più prudenti del consenso. Secondo il verbale, il FOMC valuterà se Brexit avrà conseguenze sul quadro di policy: ci vorrà tempo per questo, se ci sarà rialzo non avverrà prima di marzo 2017.



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 proiezioni economiche della FED

La FED si è fatta decisamente più cauta nelle comunicazioni di policy, inducendo gli osservatori a riprezzare ulteriormente il possibile rialzo dei tassi: i valori a termine impliciti nella curve di mercato indicano basse probabilità di un nuovo rialzo dei Fed Funds nel 2016, inferiori al 15%. Le conseguenze del Brexit, al momento non prevedibili a causa delle complessità istituzionali e negoziali (oltre che economico-finanziarie), rendono comunque a nostro avviso probabile un rinvio al 2017 inoltrato del previsto aumento dei tassi di policy. La stima è coerente con il quadro di previsione della stessa FED: le variabili target – a parità di mercato del lavoro, positivo ma inefficace su salari e produttività – ovvero GDP e inflazione, sono indicate al ribasso per l'intero biennio 2016-17. Perché quindi alzare i tassi?

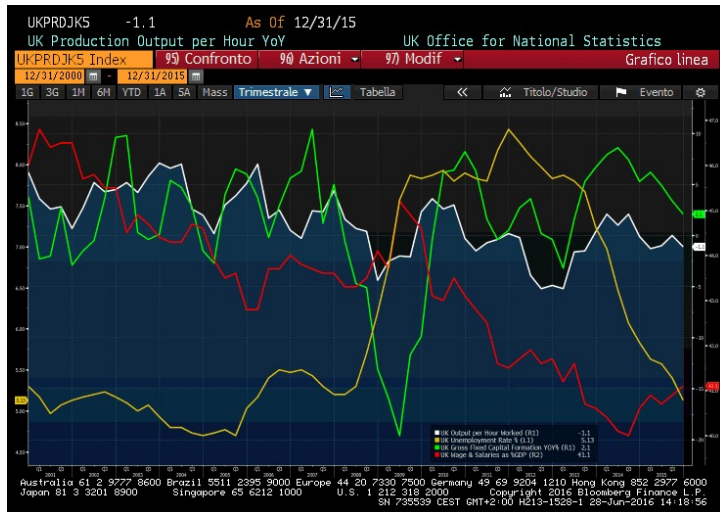
Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents June 2016								
Variable	Central tendency %				Range %			
	2016	2017	2018	Longer run	2016	2017	2018	Longer run
Change in real GDP.....	1.9 to 2.0	1.9 to 2.2	1.8 to 2.1	1.8 to 2.0	1.8 to 2.2	1.6 to 2.4	1.5 to 2.2	1.6 to 2.4
March projection.....	2.1 to 2.3	2.0 to 2.3	1.8 to 2.1	1.8 to 2.1	1.9 to 2.5	1.7 to 2.3	1.8 to 2.3	1.8 to 2.4
Unemployment rate.....	4.6 to 4.8	4.5 to 4.7	4.4 to 4.8	4.7 to 5.0	4.5 to 4.9	4.3 to 4.8	4.3 to 5.0	4.6 to 5.0
March projection.....	4.6 to 4.8	4.5 to 4.7	4.5 to 5.0	4.7 to 5.0	4.5 to 4.9	4.3 to 4.9	4.3 to 5.0	4.7 to 5.8
PCE inflation.....	1.3 to 1.7	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.3 to 2.0	1.6 to 2.0	1.8 to 2.1	2.0
March projection.....	1.0 to 1.6	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.0 to 1.6	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	2.0
Core PCE inflation.....	1.6 to 1.8	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.3 to 2.0	1.6 to 2.0	1.8 to 2.1	---
March projection.....	1.4 to 1.7	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.4 to 2.1	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0	---
Federal funds rate.....	0.6 to 0.9	1.4 to 1.9	2.1 to 2.9	3.0 to 3.3	0.6 to 1.4	0.6 to 2.4	0.6 to 3.4	2.8 to 3.8
March projection.....	0.9 to 1.4	1.6 to 2.4	2.5 to 3.3	3.0 to 3.5	0.6 to 1.4	1.6 to 2.8	2.1 to 3.9	3.0 to 4.0

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.

# Bank of England

Il giorno successivo al referendum, il governatore della Bank of England ha voluto rilasciare un messaggio rassicurante ai mercati e alle istituzioni. Oltre ad annunciare di aver predisposto da tempo un piano che consenta di fronteggiare i possibili impatti macroeconomici e finanziari del processo di uscita del Regno Unito dalla UE, ha ribadito che il sistema bancario, gli intermediari ed i mercati domestici sono in condizioni sufficientemente solide per garantire un'erogazione del credito fluida, quale presupposto di un'efficace azione di policy. L'economia UK entra in un periodo di instabilità con indicazioni contrastanti, soprattutto sul fronte di investimenti, produttività e salari, tutte variabili in calo o al più alla difficile ricerca di una base da cui risalire. L'inflazione manifesta al contrario segnali di ripresa, che potrebbero intensificarsi a fronte del deprezzamento di GBP. Per la BoE il lavoro non sarà quindi semplice: noi non crediamo che, al di là di un breve momento recessivo, l'attività in UK sia destinata a cadere. Riteniamo pertanto che entro agosto la BoE possa tagliare i tassi di 25bp e riavviare il programma di acquisto di titoli APF fino ad ulteriori 175mld/GBP. Tassi a zero a lo schema FLS non saranno attuati, a meno di evidenti frizioni del canale del credito.



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

Il giorno dopo il Brexit i mercati del credito hanno sperimentato un sensibile aumento degli spread; ma mentre negli USA questi sono saliti meno di quanto non siano scesi i tassi sovrani, nell'Eurozona è accaduto il contrario, a causa della prevalenza fra gli emittenti quotati di banche e altri intermediari finanziari, direttamente esposti all'evento. Per i mercati del credito della UE il principale rischio è costituito da possibili incertezze e frammentazioni nella risposta delle autorità comunitarie, che nella psicologia dei mercati potrebbero alimentare dubbi sulla tenuta prospettica dell'Unione. In tal caso si potrebbero sperimentare rialzi degli spread sovrani dei periferici e pressioni sugli emittenti aziendali «high-beta», tipicamente le small cap, le telecomunicazioni e i finanziari. Inoltre, se una prolungata crisi politico/istituzionale dovesse emergere nella UE, gli emittenti bancari e ciclici sarebbero i più colpiti, così come è avvenuto durante le turbolenze del 2011-2012. Dal punto di vista settoriale, quindi, in un comparto (il credito) che riteniamo il più attraente fra le asset class, preferiamo i «core» globali non ciclici e non UE. Con prezzi del petrolio che tengono, il segmento US Corporate HY resta molto attraente; fra gli HG, i Corporate US «non financial» hanno spazio per cogliere la probabile debolezza degli UK HG e degli UE HY. I financials sono tutti esposti al Brexit.

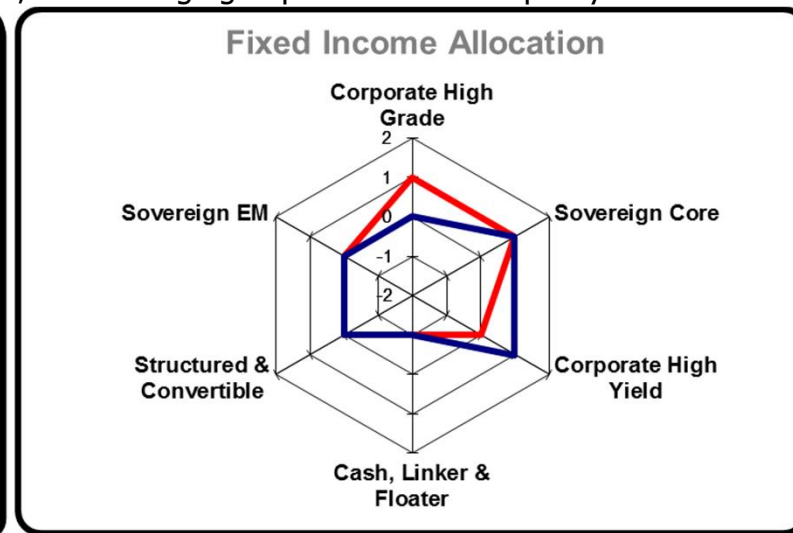
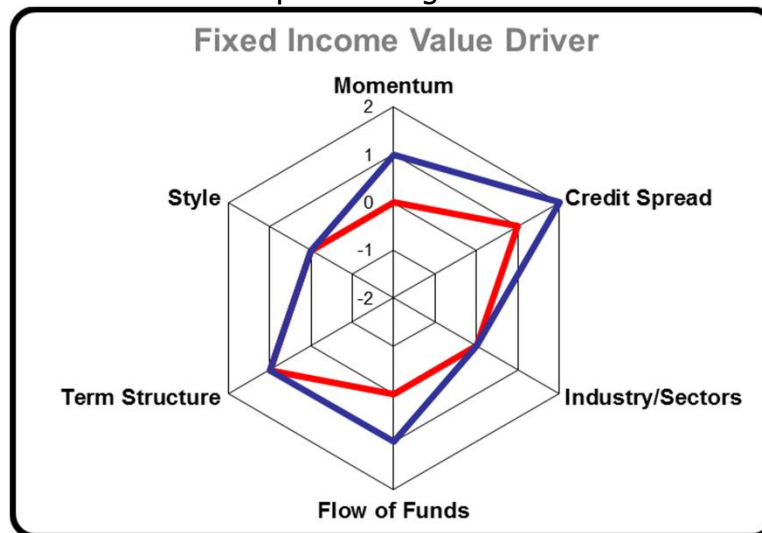
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



Con riferimento più diretto ai mercati europei, gli emittenti del settore bancario UE avranno difficoltà a coprire i loro fabbisogni a medio termine sul mercato aperto, con posizioni di investimento degli istituzionali che potranno soffrire perdite significative dal prosciugamento del secondario e dall'ampliamento dei bid-ask spread. Ne conseguirà un rialzo dei costi di assicurazione CDS, con iTraxx (main e crossover) attesi aumentare con una certa regolarità. E ovviamente gli emittenti in GBP soffriranno analoghe difficoltà, aggravate dalla debolezza persistente della divisa. I non financial UE HG resistono, grazie agli acquisti della BCE.

# Fixed Income Markets: strategia

- Il Brexit modifica il quadro delle azioni di politica monetaria: la BoE ha già annunciato una manovra di espansione da 250Mld/GBP, che prevediamo possa indurre una riduzione del tasso di policy a zero; la BCE è pronta ad aumentare il QE a 100Mld/EUR al mese, allungando la scadenza al 2017 e riducendo il tasso sui depositi a -0,50%. La FED sarà costretta a rivedere il passo della normalizzazione, rinviando qualunque decisione sui tassi probabilmente al 2017. In tale quadro le posizioni sui sovrani sono mutate.
- Siamo OW sui Gilt UK, che beneficeranno dell'azione diretta della BoE. Li riteniamo la miglior classe di sovrani in questa fase. Preferiamo i Treasury USA 7-30Y, che risentiranno di una FED di nuovo compiacente e del calo dei rischi di inflazione a medio termine. Siamo più cauti su EMU, dove gli spazi per i Bund sono ridotti, mentre sugli spread periferici pesano i timori di disgregazione istituzionale della UE.
- Sul Credito, aumentiamo il peso degli US HY Corporate: il comparto è sottovalutato in relazione a valori più equilibrati nel mercato dell'energia e alla gestione conservativa dei bilanci degli emittenti. Sui Corporate HG USA restiamo sulle posizioni, mentre su EMU continuiamo l'accumulo dopo l'avvio del QE su questo segmento nel mese di giugno. Su UK Credit restiamo scarichi, ma vigili su azioni della BoE.
- Manteniamo la copertura sugli Inflation Linker in USD, come hedging di possibili errori di policy della FED.



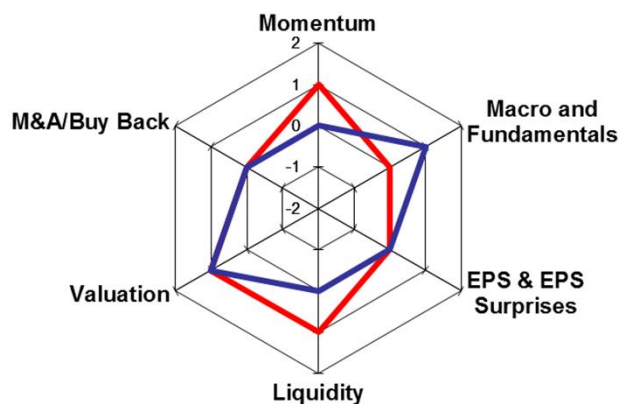
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

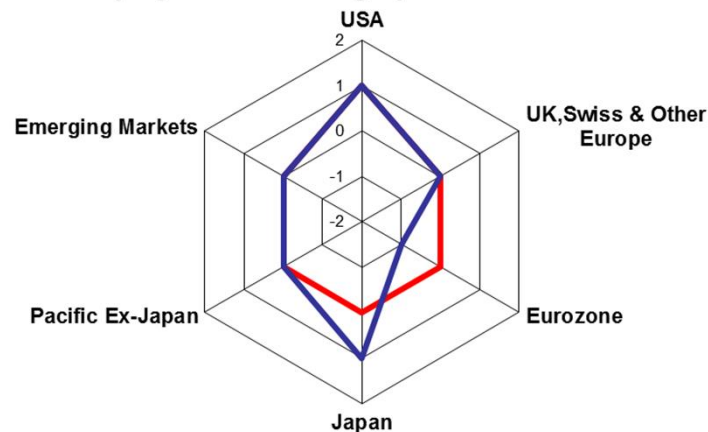
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



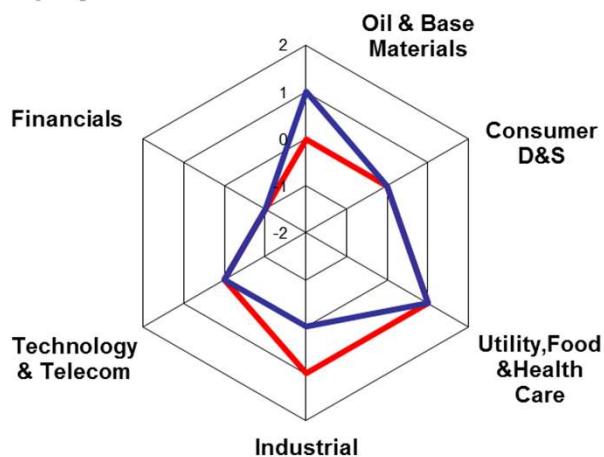
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



Con valutazioni che risentono di uno scenario ancor più debole dopo Brexit, saranno le politiche monetarie i principali driver dell'Equity. E' quindi la previsione di una BoE molto aggressiva che ci induce a mantenere NW su UK a fronte di una riduzione del peso in EMU. In generale la posizione è UW dell'8,0%, in leggero aumento: cerchiamo stabilità, dividendi e cassa. Privilegiamo quindi le large cap «value» globali (industriali con elevati dividendi), i difensivi (utilities e healthcare) e gli «interest rate sensitive». NW gli staples, UW i discretionary. A livello geografico siamo più esposti negli USA; portiamo a NW Asia/Pacifico e Nordic Countries. Utilities e Healthcare preferiti in Europa.

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.

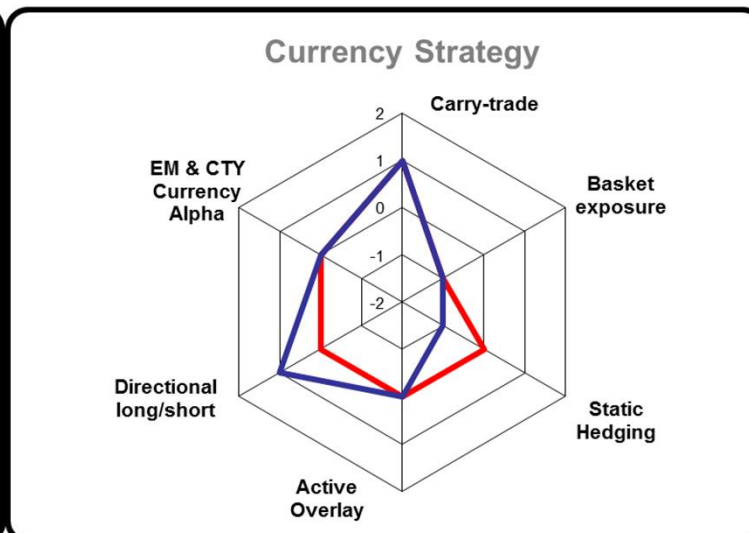
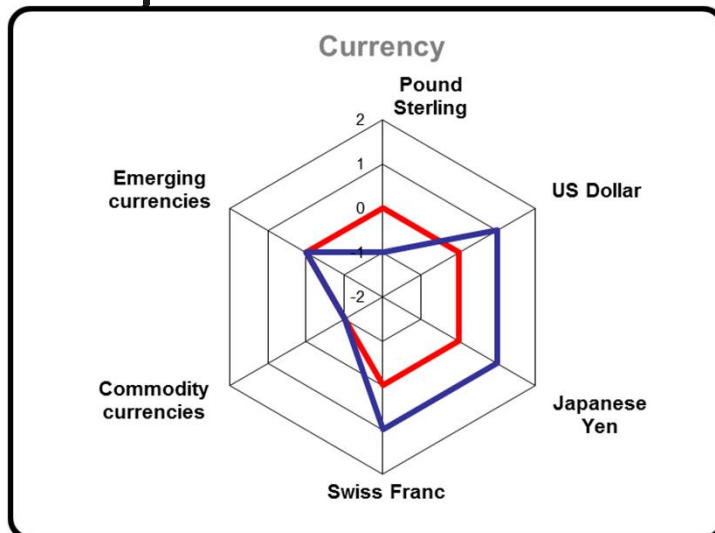
# FX Markets: majors

Il voto dei cittadini UK sul Brexit ha provocato una profonda ed ampia correzione dei mercati finanziari, colpendo inoltre GBP, scesa ai minimi degli ultimi 30 anni. Di contro sono saliti l'oro e alcune commodity currency, e i classici titoli governativi «rifugio» (Treasury USA e Bund Germania), e non sorprendentemente i Gilt UK sull'intera struttura a termine dei tassi. Come era prevedibile, Brexit è stata l'origine di un importante aggiustamento dei tassi di cambio, che ha visto un crollo di GBP, un sensibile (ma controllato) indebolimento di EUR, e un rafforzamento di USD, CHF e JPY. Il quadro di riferimento attuale suggerisce una revisione delle aspettative sui principali andamenti valutari nel futuro prevedibile. Si è già accennato in precedenza che il più probabile esito macroeconomico del voto è un incremento dell'incertezza soprattutto in Europa: attraverso una contrazione della fiducia di imprenditori e consumatori, essa potrà generare una nuova flessione degli investimenti in capitale fisico, con ulteriori effetti di freno alla già debole produttività. Per GBP, impattata in via diretta da una politica monetaria che si farà molto più aggressiva, si aprirà inoltre il dubbio sulla sostenibilità di un deficit delle partite correnti superiore al 5,0% del GDP. Data l'incertezza sul volume degli investimenti esteri netti attesi in UK, il deficit esterno dovrà aggiustarsi, sia mediante una contrazione della domanda domestica sia attraverso una svalutazione coerente della divisa. Le incertezze politico/istituzionali potranno condurre EURUSD in area 1,0650- 1,0850 in H2-16, ma nel medio termine il surplus di parte corrente verso gli USA – in crescita - tornerà a supportare il cambio della moneta unica.

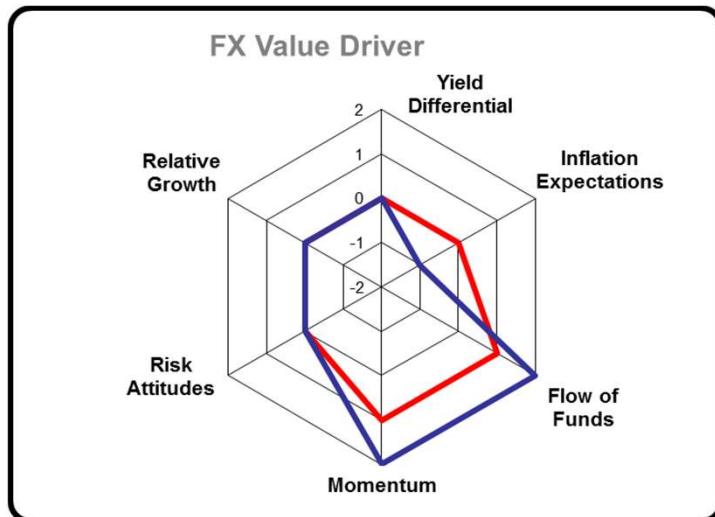


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



Il violento aggiustamento dei tassi di cambio seguito al Brexit ha colpito ovviamente GBP, scesa contro USD di circa il 15% venerdì 24 giugno, che poi in parte ha recuperato. Lo scenario che si apre vede la FED rinviare l'aumento dei tassi al 2017, e quindi USD non potrà esprimere la forza che il momento suggerirebbe. Contro EUR, 1,0825 costituisce un minimo non comprimibile, mentre 1,1100 resta un attrattore solido. Contro GBP, ci attendiamo USD a 1,2936 e EUR a 0,8729 in Q3-16, poi pressioni su GBP in attenuazione (grazie al «mood» cooperativo delle banche centrali). JPY è atteso apprezzarsi contro USD, fino a 103 in Q3-16. Manteniamo BRL e WON «long» vs USD.

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

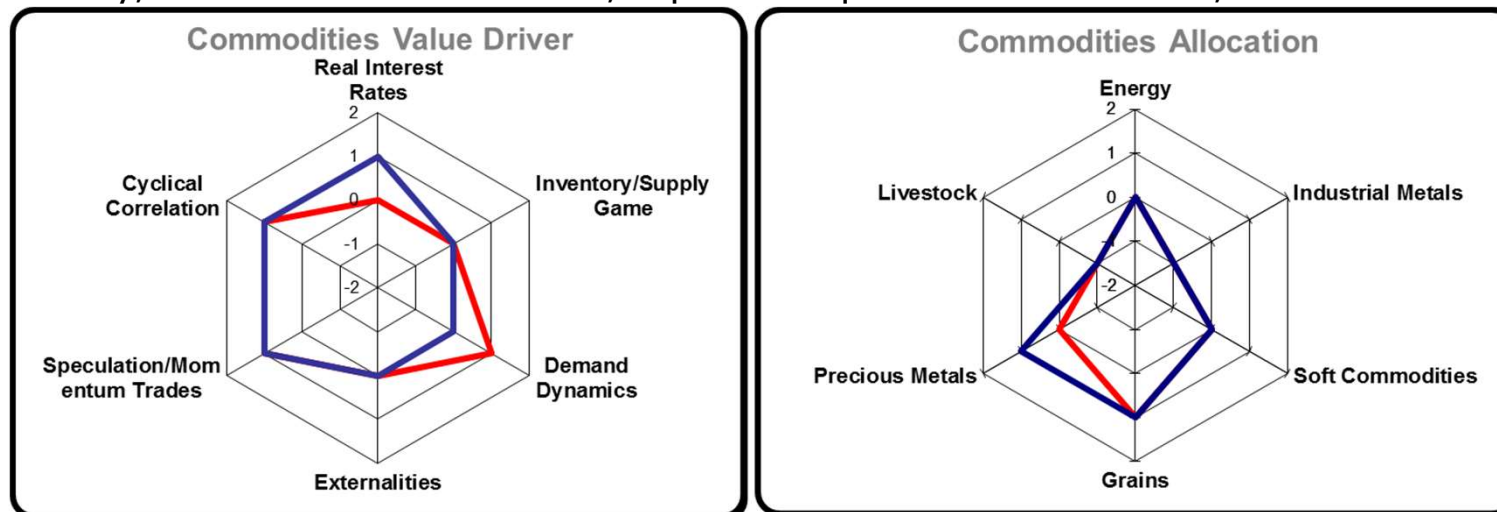
Lo scenario per i mercati delle commodity sta lentamente volgendo verso una direzione più equilibrata: vi hanno contribuito gli stimoli monetari delle banche centrali, un atteggiamento più prudente da parte della FED che ha tolto parte della forza al USD, e gli stimoli delle autorità cinesi finalizzati ad un recupero del settore delle infrastrutture e delle costruzioni domestico. E' stata in particolare la flessione dell'offerta sul mercato dell'energia - come riflesso di fattori geopolitici (Nigeria e Venezuela) e del calo dell'output negli USA (probabilmente destinato ad aumentare per la chiusura di numerosi siti di trivellazione e per la contrazione degli investimenti dei produttori più piccoli di grezzi) - a spingere i prezzi del petrolio in prossimità dei 50\$/bbl. Rispetto alla domanda, la bilancia resta squilibrata, ma gli andamenti dei raffinati (vedi grafico) spingono per una svolta non temporanea, anche se le nostre aspettative sono per andamenti dei prezzi più riflessivi. Preoccupazioni per la situazione dei raccolti (effetti di «La Niña») e maggiore domanda di oli vegetali additivi per carburanti sostengono Mais e Soia. Resta compromessa la situazione dell'intero comparto dei metalli: la produzione manifatturiera stenta e i fattori di instabilità sono in rialzo.



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 evidenze recenti supportano le ipotesi di un graduale riequilibrio della bilancia «Oil» globale: la domanda è aumentata di 1Ml/bld, grazie a fattori stagionali e strategici; l'offerta è diminuita per la chiusura degli impianti in USA e per i problemi geopolitici in Nigeria e Venezuela. A seguito del Brexit abbiamo ampliato i range attesi in H2-16: per il WTI 46-54\$, per il Brent 44-53\$.
- Il Brexit indurrà una diminuzione dei ritmi di crescita del GDP in Europa, rendendo più fragili gli EM; ne risentirà la produzione manifatturiera e quindi i metalli industriali; resta debole la domanda delle economie «metal intensive», e sono in flessione gli investimenti. La posizione rimane UW.
- Sulle agricole, un maggiore equilibrio sul mercato Energy alimenta la domanda di oli derivati da sementi: attesi incrementi dei prezzi di Mais e Soia, sui quali gravano i rischi di siccità negli USA.
- In una fase di instabilità un portafoglio protettivo indurrebbe ad aumentare il peso delle Commodity; abbiamo dubbi sulla durata, lo portiamo quindi a «NW» con Oro, Soia e Raffinati.

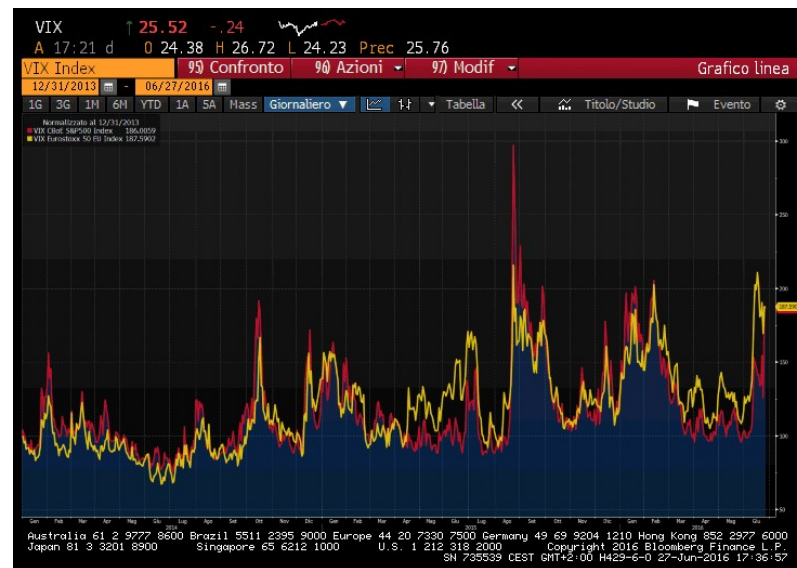
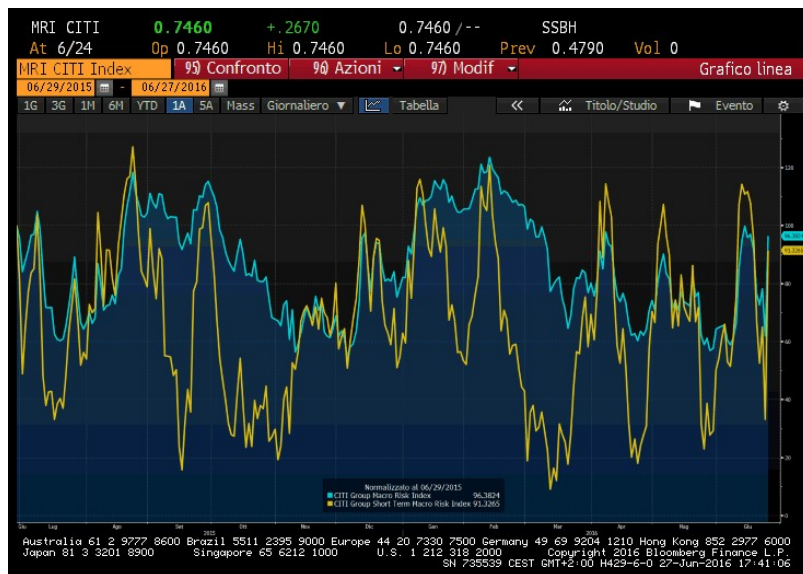


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo    rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

# Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Nel mese di giugno si sono accentuati i timori per la crescita economica globale, dopo che dagli USA sono arrivati segnali contrastanti dai dati congiunturali, mentre in Europa si rivedevano al ribasso le previsioni per il 2016. I sondaggi sul Brexit sono stati altalenanti, ma le dinamiche di mercato sembravano anticipare un possibile esito negativo, soprattutto a causa di una significativa impennata della volatilità, inspiegabile per i soli fattori di scenario (come accennato, piatto e debole). L'annuncio del risultato UK ha compromesso il quadro operativo, all'incertezza macro si è sommata l'instabilità dei mercati, e i riposizionamenti diffusi hanno rigonfiato la volatilità.



Già in maggio avevamo notato che la minor rischiosità percepita dagli investitori non li aveva indotti ad accumulare posizioni nell'equity, nonostante che il mercato avesse dimostrato di saper assorbire anche un possibile rialzo dei tassi da parte della FED durante l'estate. Avevamo attribuito questa prudenza al fatto che un quadro di crescita piatto rendesse gli EPS più deboli; si spiega pertanto facilmente che il voto sulla Brexit, che ha immesso dosi massicce di instabilità in uno scenario già depresso, abbia indotto un drastico incremento dei livelli di avversione al rischio. Le diffuse flessioni dei prezzi delle attività e gli aggiustamenti dei tassi di cambio sono la conseguenza quindi di un abnorme aumento dell'instabilità macro-sistemica.

# Le scelte di investimento globali

- NW Sovereign Duration, OW Credit Spread and Coupon;
- NW EMU Sov e Spread, OW US Tsy 7-30Y, OW UK Gilt 10Y+; NW Antipodean;
- NW strategico HG Corporate in USA, OW su HY Credit USA, OW Credit EMU IG per acquisti Corporate non financial della BCE; selective UW su EM Credit;
- UW su Equity DM, atteggiamento opportunistico: valutazioni sono equilibrate, ma scenario deprime gli utili. Dopo Brexit accentuata rotazione settoriale e geografica, che in termini relativi avvantaggerà il listino UK (effetto politica BoE) che abbiamo portato a «mildlyOW»; tatticamente abbiamo riportato a NW Asia/Pacific EM;
- Long Volatility, riteniamo che sia destinata a salire nei prossimi mesi, in uno scenario «low growth» ed «higher risk aversion» che deprimerà le attese di capital gains;
- Ampia diversificazione geografica per Equity (USA, Nord Europa, Svizzera, UK), e settoriale (Utilities, Basic M., Telecom, Healthcare), privilegiando le large cap globali;
- La strategia è difensiva e fondata sulle «value stocks» e sui dividendi come hedging verso un aumento della volatilità dei mercati, indotta da avversione al rischio;
- NW sulle Commodity, e view equilibrata; posizioni «short» su Alluminio, Nickel, Rame e Argento, posizioni «long» su Soia, «RBoB gasoline» e Oro a 1-3 mesi;
- Accumuliamo Inflation Linkers in USD, come hedging verso possibili errori della FED.

# Global Market Model Macro Trend

## GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

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

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

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.