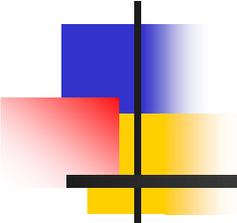


Maggio 2016



# Global Investments Outlook

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

A maggio i mercati hanno subito il ritorno dell'instabilità, nonostante che i livelli di avversione al rischio e la volatilità siano scesi. Le chiusure sono negative per l'Equity, per il complesso dei metalli, per i governativi USA. Sono positive per il Credit (HY in particolare), per energia e agricole, per il USD. Come è stato possibile? A nostro avviso, le politiche monetarie ultra-espansive provocano una caduta e concentrazione al ribasso dei premi al rischio, e questo in un ambiente economico caratterizzato da una crescita troppo lenta, spinge gli investitori verso la rendita e la protezione a scapito dei capital gains. In questo contesto l'azione delle banche centrali può tentare di limitare le spinte deflazionistiche, mentre ha meno impatto sulla crescita, perché non riesce ad alimentare un ciclo creditizio quando i settori istituzionali hanno la tendenza al risparmio precauzionale e sono poco inclini ad indebitarsi. Effettivamente si notano lievi sintomi di stabilizzazione in alcune misure dell'inflazione di fondo, soprattutto negli USA, che tuttavia non riflettono un miglioramento del quadro della domanda. D'altra parte, persistono problemi dal lato dell'offerta, dal momento che la bassa elasticità dei consumi al reddito reale (nettamente inferiore all'unità, visto l'elevata propensione al risparmio) non induce le imprese ad avviare un piano di investimenti, provocando l'obsolescenza degli impianti e la mancata sostituzione delle attrezzature: con una moderata crescita dell'occupazione marginale (a parità di salari), quel che accade è una perdita continua di produttività, un fattore che a lungo andare inciderà sull'inflazione. Non ci sorprende pertanto che la FED sia tornata a considerare un nuovo rialzo dei tassi per luglio (giugno è escluso dalla concomitanza del Brexit), tenuto conto delle persistenti pressioni sui prezzi domestici «core» e di una ripresa dei tassi di partecipazione al mercato del lavoro, ciò che sembra suggerire una saturazione della domanda di manodopera e latenti pressioni sui salari nel futuro prevedibile. Se la FED dovesse agire, il USD avrebbe spazio per apprezzarsi fino al +4,0% in termini reali, ma il conseguente peggioramento delle condizioni finanziarie in un contesto economico incerto, si scaricherebbe prima sui paesi emergenti, poi sui mercati finanziari, infine, per effetto indotto, sulla stessa fragile economia USA, e questo nell'anno delle Presidenziali. Una nuova possibile crisi da eccessi «monetari» sarebbe così alle porte: non siamo sicuri che la FED voglia davvero correre questo 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.

# 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 che resta incerto sta trovando una certa stabilità su bassi livelli: Brasile, Argentina, Venezuela e Russia evidenziano scenari recessivi, il Giappone oscilla intorno a un tasso di crescita del +0,5%, gli Stati Uniti a fatica segnano +1,8%, gli Emergenti +2,8%.
- Nell'Eurozona la dinamica del GDP rimane ancorata a +1,5%, ma i recenti andamenti congiunturali (PMI manifatturiero, indici di fiducia, inflazione) e i prossimi passaggi politico/istituzionali, uniti alla persistenza della crisi in alcuni EM, obbligano ad un prudente monitoraggio delle stime.
- L'impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias» è confermato, 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.

# Produttività, GDP e ciclo globale

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

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

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

Dalla bassa produttività seguono alcuni esiti macro-economici avversi:

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

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.

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

....ma anche effetti micro-economici e di mercato altrettanto negativi:

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

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

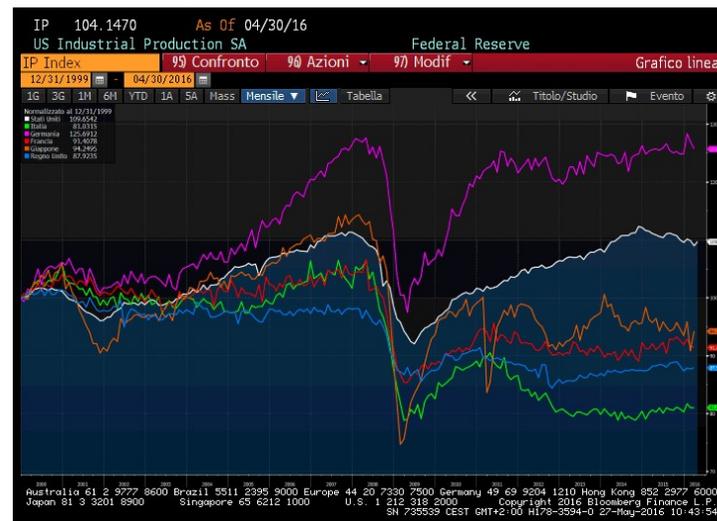
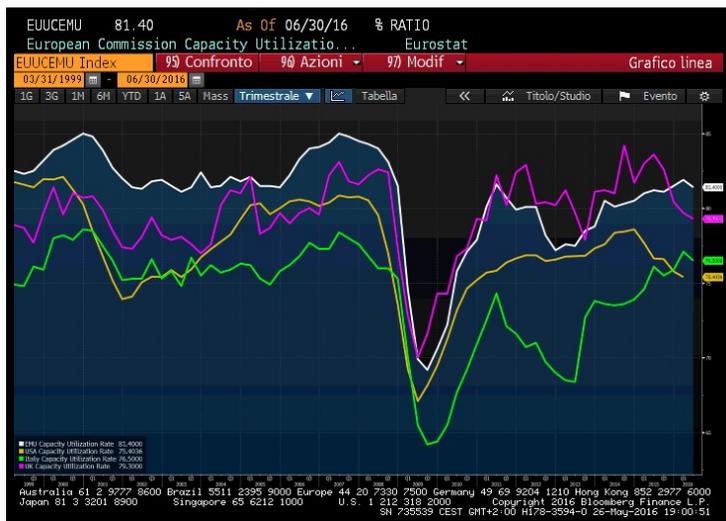
Ci sono quindi, secondo la nostra analisi, fattori di natura strutturale, macro e micro economici, che da un lato rendono i rimbalzi dei prezzi di mercato molto fragili, dall'altro inducono gli investitori istituzionali a perseguire posizionamenti di breve termine (prevalenza della tattica sulla strategia).

Ne consegue che, nel breve periodo, incertezza e posizioni sotto-esposte fra gli investitori istituzionali possono creare le condizioni per dei rimbalzi, ma dal punto di vista dei fondamentali economici del valore tali movimenti hanno scarsa credibilità, e al più possono durare fino a quando la massiccia azione espansiva delle banche centrali è sufficientemente omogenea e continua per contenere la volatilità dei mercati, riducendo in tal modo la componente «r» del fattore di sconto dell'uguaglianza sopra stimata, dato «g» stabile e su bassi livelli storici a causa della debolezza dell'attività economica.

Va pertanto maturando fra gli investitori un atteggiamento conservativo orientato alla rendita, che per i portafogli si traduce in una netta preferenza per i dividendi, i credit spread e il credito in generale.

# Quadro generale: macro trend

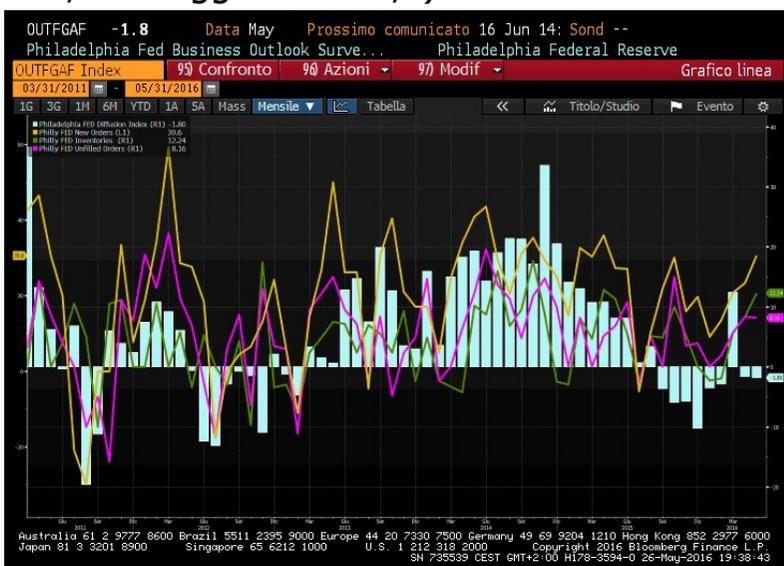
- La crescita globale procede a passo moderato, ed evidenzia criticità crescenti già solo nel mantenere il debole profilo del 2015: a) negli USA, gli indici anticipatori perdono trazione, mentre l'indice ISM segnala una eccessiva dipendenza dal ciclo ordini/scorte, che rende volatile il GDP; b) nelle principali aree i tassi di utilizzo della capacità sono in media inferiori di oltre il 10% rispetto ai livelli coerenti con lo stato del ciclo; 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 economica stagnante nei paesi industrializzati; e) la produzione manifatturiera (salvo la Germania) rimane molto al di sotto dei livelli pre-crisi.
- Non crediamo che il quadro descritto potrà cambiare nel futuro prevedibile, anche alla luce delle recenti revisioni al ribasso operate dal FMI: il GDP globale è atteso a +2,3% nel 2016 (i DM cresceranno del +1,5%), e su livelli leggermente migliori nel 2017 (+2,6% globale e +1,7% i DM); il complesso degli EM è stimato in crescita del 3,4% e del 3,7% rispettivamente.



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

# 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, che tuttavia suggerisce un andamento della domanda più riflessivo. Gli indicatori congiunturali resi noti nell'ultima decade di maggio hanno fornito segnali contrastanti: negativo il Philadelphia FED per il secondo mese consecutivo, nonostante l'incremento di scorte e nuovi ordinativi; più contenuto l'indice di fiducia dei consumatori, diminuito a 92,6 in maggio da 94,7 di aprile; ai minimi dal 2010 l'incremento degli occupati in maggio (+38k) e in calo nel bimestre (-59k). E' quindi in dubbio che gli USA possano rispettare la previsione di consensus che per il Q2-2016 prevede una crescita annualizzata del 2,0%. Va un po' meglio per la Germania (+1,3% la crescita del GDP in Q1-2016), accompagnata da una cescita di entrambi gli indici di fiducia e del «PMI composite» (+54,7 a maggio da +53,6): i dati confermano una fase di relativo consolidamento nell'Eurozona.



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 e i mercati

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

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

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

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

Più di recente la FED ha rilanciato l'ipotesi di riprendere il ciclo di rialzo dei tassi avviato lo scorso dicembre, un evento apparentemente anticipato da un rialzo del front-end della curva USA e dall'apprezzamento del USD. Al contempo la riduzione delle tensioni internazionali (Brexit, Grecia, prezzi del petrolio) ha indotto una lieve ripresa dell'inflazione di fondo e una riduzione degli spread 10Y-5Y sui Treasury, e ciò sembra suggerire che il mercato possa avere già assorbito un eventuale rialzo a luglio.

# La ripresa degli EM ha radici fondamentali?

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

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

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

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

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

Se assumiamo che molta parte del recente movimento positivo di breve abbia avuto origine nelle dosi massicce di farmaci iniettati nel sistema dalle banche centrali, in assenza di altre politiche e di una svolta nel quadro domestico dei paesi emergenti (una ipotesi a cui non crediamo nel futuro prevedibile), riteniamo che il quadro degli EM resterà caratterizzato da una sostanziale instabilità di fondo.

## Segnali di consolidamento nelle commodity?

Le commodity hanno di recente visto una discriminazione nei movimenti relativi dei prezzi: salgono Energia e Agricole (correlate per via degli additivi bio-fuel), scendono i Metalli e Coloniali.

La ripresa del petrolio e più in generale dei raffinati è il driver principale, che tuttavia incorpora solo un limitato miglioramento dei fondamentali: il livello delle scorte continua a salire, anche perché le raffinerie e la riserva strategica hanno aumentato la domanda di grezzi in corrispondenza della chiusura di primavera per le manutenzioni; sono aumentati anche gli stock galleggianti in Europa. La bilancia domanda/offerta ha visto un certo riequilibrio, ancorché gli eccessi stazionino a circa 1,5 Ml/bbd.

Sul petrolio hanno giocato certamente a favore della ripresa anche alcune esternalità, in particolare i colloqui fra Russia e Arabia Saudita per congelare i livelli produttivi ai livelli attuali: gli incontri hanno contribuito ad attenuare le maggiori pressioni di natura speculativa, e tuttavia occorre segnalare da un lato che bloccare la produzione non vuol dire ancora ridurla (il gap con la domanda è di circa 1,5 Mil/bbl per giorno in più), e che comunque questo non impedirà all'Iran di entrare sul mercato con almeno 500k/bbl per giorno e alla «nuova Libia» di immetterne altri 400k.

Con un livello di scorte storicamente ai massimi di sempre, e con l'avvio della stagione calda nell'emisfero nord, senza che la bilancia domanda/offerta si sia definitivamente riequilibrata, le prospettive restano incerte per l'energia. Riteniamo tuttavia che l'attenuazione della volatilità macro e sui mercati Forex (grazie alle banche centrali) possa indurre valutazioni più serene delle commodity, riducendone l'instabilità e inducendo un consolidamento del WTI fra i 45 e i 55 USD/bbl.

Più incerto l'andamento dei metalli: la componente industriale risente degli alti e bassi della produzione manifatturiera globale, e certo non ha aiutato la decisione del governo cinese di irrigidire i controlli sulle borse locali di trattazione del fisico sul comparto «iron-ore». Sui preziosi, il rallentamento dei consumi di auto incide su platino e palladio, mentre l'oro è penalizzato dal rafforzamento di USD.

## Il credito e i governativi: macro-trend

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

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

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

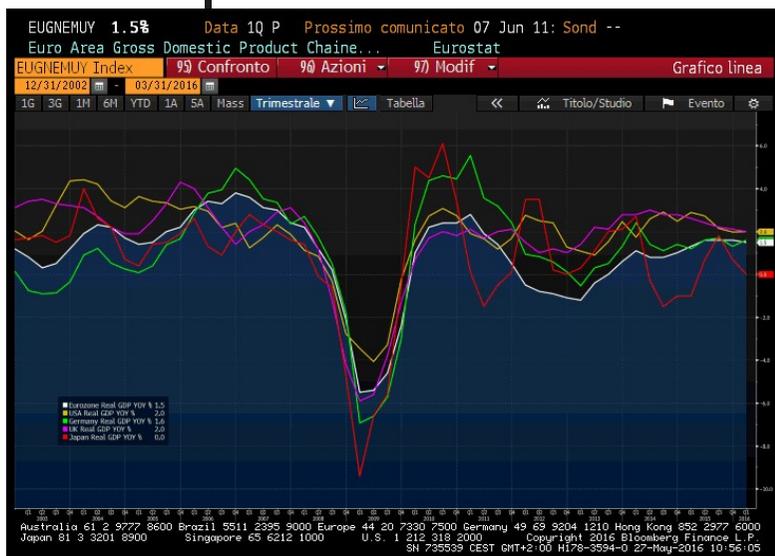
Va tenuto conto che nel prossimo mese ci saranno importanti passaggi politici nella UE: l'Eurogruppo dovrà decidere sulle regole per consentire ad Atene di ristrutturare i 321 mld/€ di debito sovrano in essere; in UK si terrà il referendum sul Brexit a fine giugno; in Spagna ed in Italia sono previste importanti elezioni generali e/o locali.

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

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

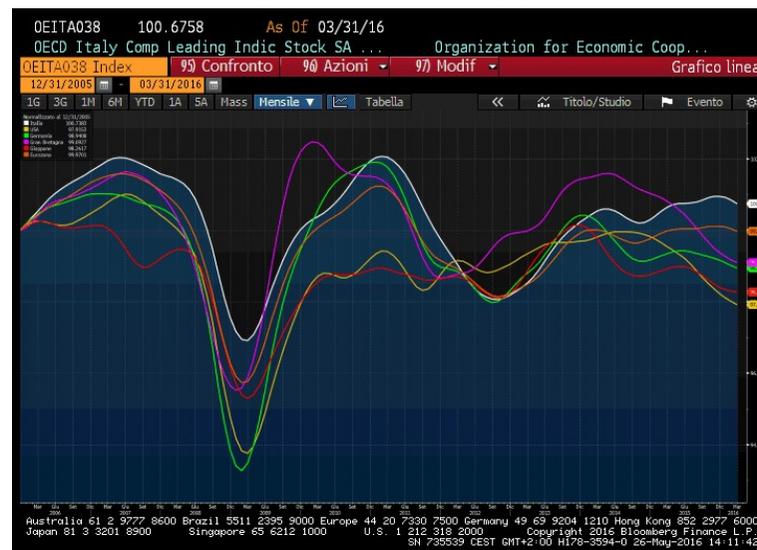
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Scenario macroeconomico globale



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

Il ritmo di crescita dell'attività economica sta diminuendo in numerose aree; 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

L'esercizio di previsione del GDP 2016-2017 conferma il già osservato indebolimento della crescita globale. 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 sui profitti delle imprese a frenano USA, Giappone e UK.

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

Le stime di crescita per il Giappone sono state riviste al rialzo su tutto l'orizzonte previsivo (+0,4% e +0,5% 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 stabile per il 2016, al +1,4% (un dato sotto consenso): da un lato ci sono segni di stabilizzazione (Francia e Italia), mentre aumentano i rischi geopolitici (migranti) e incombono passaggi istituzionali delicati in contemporanea a tornate elettorali critiche (Spagna e Italia) e referendum (Brexit in UK e riforma costituzionale in Italia). La politica monetaria è poco efficace sugli obiettivi di inflazione, mentre si comincia a dubitare dell'efficacia degli stimoli creditizi sulla domanda aggregata, quando sono incerte le prospettive fiscali e di bilancio.

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

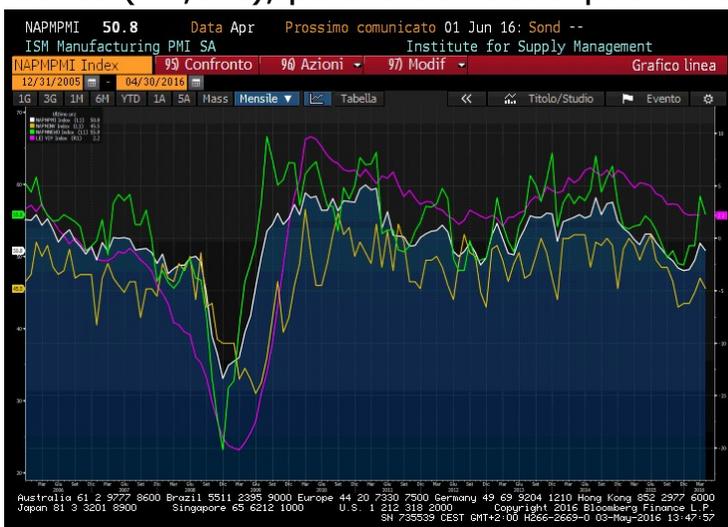
Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale. Qui ricordiamo che tali indici sono definiti come la deviazione standard ponderata degli scostamenti dei dati economici pubblicati rispetto al consenso. Una lettura positiva indica che i dati sono risultati migliori delle previsioni, una lettura negativa che essi sono risultati peggiori, un andamento piatto che essi 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. Ciò significa che è difficile ipotizzare una modifica dello scenario di consenso sopra evidenziato, in assenza di uno shock necessariamente di natura fiscale, una cosa piuttosto improbabile. 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 evidente ottimismo 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 SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo documento sono state ottenute da fonti ritenute da SOPRARNO SGR S.p.A. affidabili, tuttavia si declina qualsiasi responsabilità, contrattuale o tacita, per mancanza di accuratezza o completezza. Il documento è riservato esclusivamente all'utilizzo da parte di investitori professionali.

# Scenario macroeconomico: USA

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 in capitale fisico da parte delle imprese (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 incerti, 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 dovrebbe ipotizzare 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: Italia

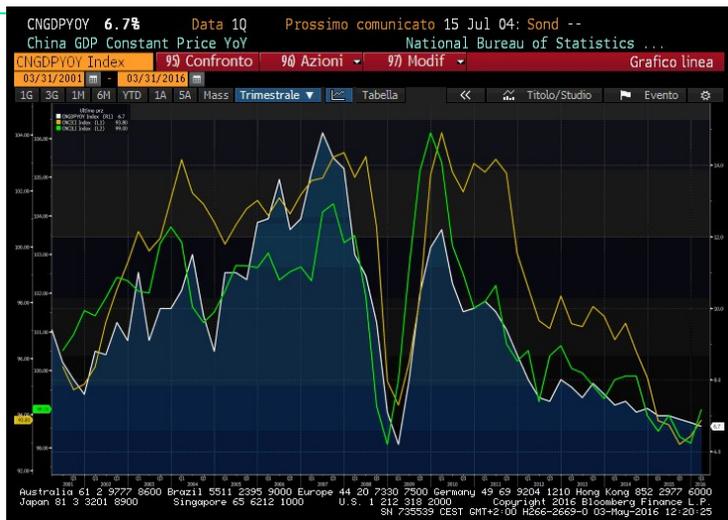
In Italia l'attività economica ha continuato ad espandersi a passo moderato, confermando i progressi resi evidenti nella parte finale del 2015. Nel Q1-2016 il GDP è cresciuto dello 0,3% sul trimestre precedente (+1,0% in termini tendenziali); i consumi e gli investimenti privati registrano entrambi un +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 limitati 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 di consumo e di quello personale, mentre i PMI manifatturieri in maggio hanno chiuso in sensibile calo. Il paese sembra avviato verso una ripresa meno incerta, grazie anche ad un contesto creditizio favorevole per disponibilità e costo del denaro. Tuttavia la dimensione degli investimenti in capitale fisico resta molto al di sotto dei livelli pre crisi, anche per effetto del persistere di rischi geopolitici che suggeriscono deboli prospettive per le esportazioni nette.



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

# Scenario macro: Cina

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



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

# Le Politiche Monetarie

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



E' questo il motivo per il quale non siamo troppo ottimisti riguardo al possibile effetto macroeconomico della manovra BCE. La reazione dei mercati ad un massiccio aumento del QE (+20 mld al mese) ed al taglio dei tassi (le MRO sono state portate a zero) è comprensibile, anche se si sta diffondendo più ai governativi che all'equity. Gli effetti sugli spread aziendali si vedranno nelle prossime settimane, e saranno connessi anche alle nuove TLTRO regolate al tasso del deposito marginale (-0,4%). M3 (+4,6%) cresce fino al target (+4,5%), ma meno di M1: il canale di trasmissione resta inceppato.

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

Le ultime evidenze rivenienti dalla BCE segnalano una graduale distensione riguardo le prospettive di inflazione a breve termine, grazie agli attesi effetti del pieno dispiegarsi dei precedenti pacchetti di stimolo quantitativo. L'attività economica continua a migliorare (la BCE ha rivisto al rialzo dello 0,1% la crescita attesa per l'Eurozona nel 2016, a +1,6%), grazie al contributo della domanda interna, mentre la debolezza dei paesi emergenti, la ristrutturazione dei bilanci in alcuni settori esposti alla dinamica delle materie prime ed altri rischi geopolitici rallentano le esportazioni. A partire dall'8 giugno la banca centrale avvierà gli acquisti di obbligazioni aziendali, mentre si appresta a varare i regolamenti per l'accesso alle prossime TLTRO (la prima in giugno). Dal punto di vista del QE, i grafici sottostanti dimostrano che la BCE ha in effetti ottenuto, insieme all'incremento del bilancio a circa 3.050 mld/€, un sensibile aumento degli aggregati monetari e creditizi. Resta altrettanto evidente – confrontando la crescita del deposito marginale e la flessione del moltiplicatore monetario – che gran parte della liquidità viene tesaurizzata, e che in queste condizioni la politica monetaria resta inefficace sugli obiettivi finali (lo si deduce dalla insoddisfacente dinamica degli investimenti). E' quindi dubbia l'estensione del QE oltre 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.

# Federal Reserve: le variabili guida

Nell'ultimo verbale il FOMC ha confermato un modesto irrigidimento del tono della comunicazione. L'attività economica si sta espandendo a passo solido, aggiungendo velocemente posti di lavoro, mentre il ribasso dei prezzi dell'energia ha incrementato il potere di acquisto. Le pressioni al ribasso dell'inflazione sono confinate al breve termine secondo la FED; nel medio essa tornerà verso il 2,0%, col miglioramento del mercato del lavoro e il dissiparsi degli effetti transitori dei prezzi dell'energia. Sulla base di queste valutazioni, il FOMC segnala di poter essere paziente nell'avviare il rialzo dei tassi, ma non assume alcun impegno sull'orizzonte di intervento, ed anzi avverte che più rapidi progressi verso gli obiettivi di occupazione e inflazione indurrebbero un aumento del tasso sui Fed Funds prima di quanto scontato nelle aspettative di mercato. E' il segnale che la FED è fiduciosa sull'evoluzione del quadro domestico (un po' meno sugli sviluppi internazionali); il rafforzamento del USD conferma e anticipa le intenzioni di policy, irrigidendo le condizioni finanziarie. Non escludiamo che un rialzo possa intervenire a luglio, come indicano la debolezza dell'equity e dei TSY-2Y dopo il verbale; ce lo aspettiamo senz'altro per dicembre.



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

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

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

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

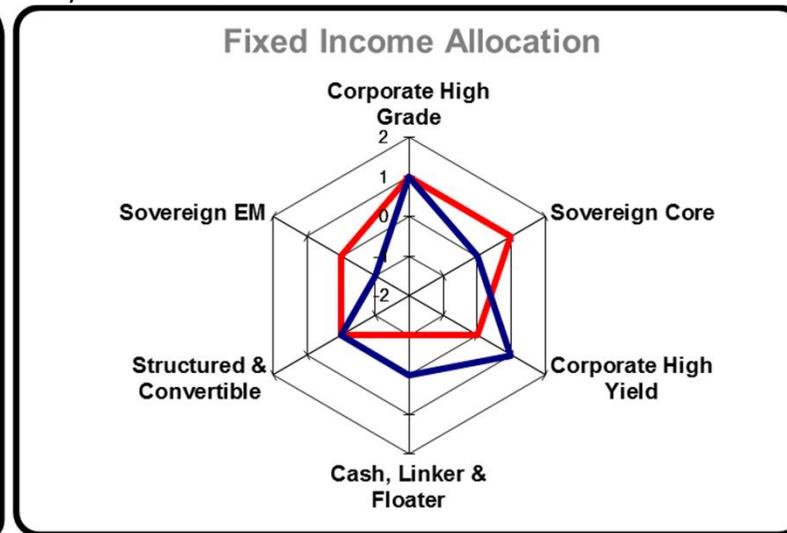
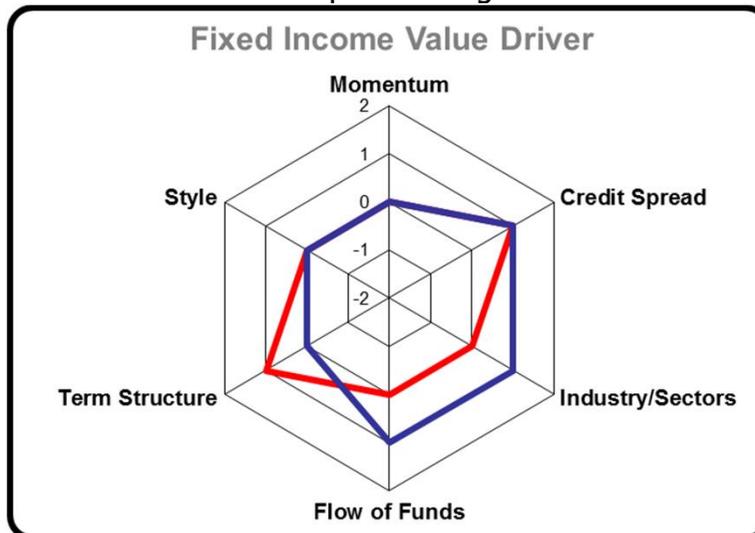
Con le pressioni deflazionistiche che stanno diffondendosi a livello globale e l'azione espansiva delle banche centrali che si va concentrando sulle operazioni di acquisto di attività finanziarie su larga scala, si è osservata una discesa dei corporate credit spread, nonostante la tendenza dei tassi sovrani benchmark verso livelli di rendimento prossimi a zero. L'azione delle banche centrali sta eliminando i premi al rischio sulle curve governative, e questo induce gli istituzionali - alla ricerca di remunerazioni coerenti del portafoglio - a compiere scelte solo sulla base di valutazioni di convenienza: per il credit in particolare, i rischi specifici e settoriali e i tassi di default. Nel lungo termine, specie se il ciclo economico si consolida e le politiche monetarie proseguono con il QE contenendo i premi al rischio, c'è un limite minimo del rendimento governativo (intorno all'1,00% medio) oltre il quale conviene caricare «Credit» in portafoglio. Tenuto conto che secondo le ultime stime di fonte istituzionale, oltre 10 trilioni di dollari di carta governativa quota con rendimenti negativi, quel limite è stato ampiamente superato. Con la ripresa dei prezzi del petrolio, il segmento US Corporate HY è tornato ad essere molto attraente, mentre grazie all'estensione ai Corporate degli acquisti della BCE, hanno un profilo «risk adjusted» migliore dell'equity anche gli HG in EUR e in USD.



Più in generale, in mercati caratterizzati da tassi benchmark molto bassi e spesso ancora in discesa, il segmento Credit rimane il più conveniente fra le asset class. Il carry è destinato ad aumentare ancora, quando la BCE (dopo l'8 giugno) avvierà gli acquisti di Corporate di secondario, nel contesto di spread sovrani che nell'Eurozona potrebbero diminuire moderatamente a seguito dell'accordo recente con la Grecia. Il mercato HG beneficerà di una minore domanda per operazioni di M&A: bilanci degli emittenti più solidi e supportati dalla diminuzione del «funding cost», mettono le banche USA in condizioni di credito ottimali.

# Fixed Income Markets: strategia

- IL QE della BCE fa più fatica a schiacciare i rendimenti sovrani a MT, nonostante aspettative più favorevoli riguardo l'esito del Brexit ed il superamento (temporaneo) dello scoglio Grecia. Le prossime elezioni in Spagna non sembrano poter scalfire l'ottimismo della ragione, ma la discesa degli spread periferici (Italia, Portogallo e Spagna) sarà molto graduale, così come la discesa del YTM sul Bund 10Y verso quota zero.
- I dati indicano un'economia incerta, le dichiarazioni della FED segnalano maggiore ottimismo: sono aumentate le probabilità di un rialzo dei tassi a luglio (..ma non per noi), e con esso le pressioni sul tratto breve della curva USA, mentre l'assenza di pressioni inflazionistiche avvantaggia il segmento 10-30Y. Una FED meno compiacente favorisce un appiattimento della curva, e chiude gli spazi di arbitraggio che fino ad oggi avevano sostenuto i Treasury. La posizione rimane pertanto «UW» in orizzonte 3-4 mesi.
- 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 in vista dell'avvio del QE su questo segmento nel mese di giugno. Abbiamo azzerato la posizione UK Credit, in attesa del Brexit.
- Abbiamo iniziato la copertura degli Inflation Linker in USD, mentre restiamo scarichi sui Convertibles.

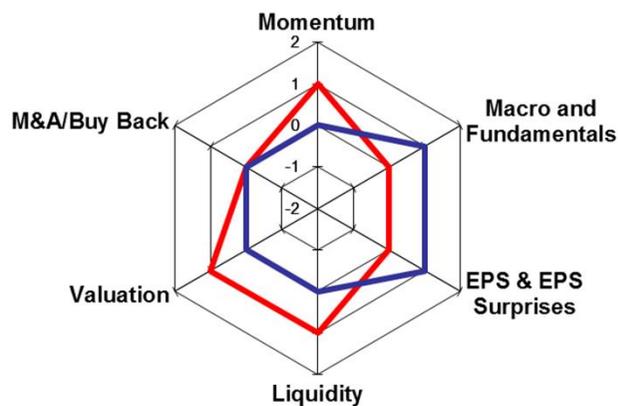


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo      rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

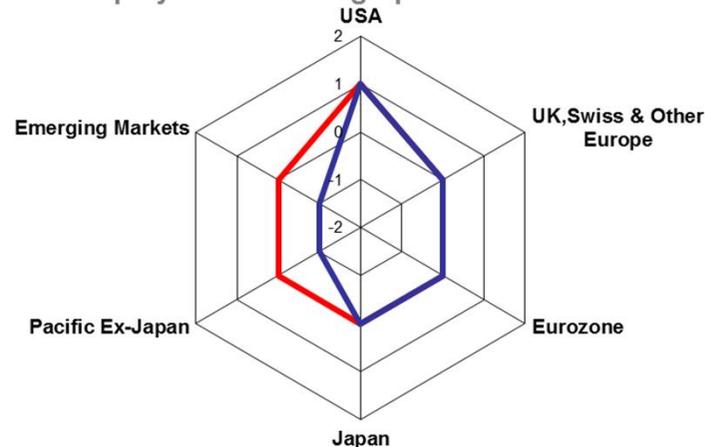
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



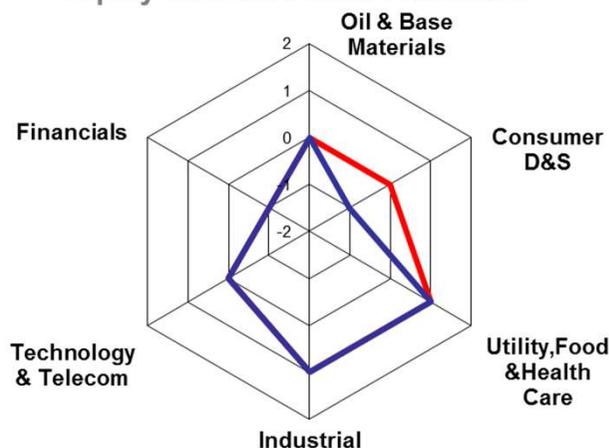
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



L'Equity resta instabile, dopo che gli istituzionali hanno ricomposto le posizioni verso i ciclici (le value stocks) e liquidato parte degli EM. Cautela sull'Equity e meno liquidità nel mercato penalizzano le valutazioni; il quadro macro appare recessivo per gli utili, che non trovano grande sostegno nei tassi, già ai minimi. La posizione strategica è UW sul comparto, dove cerchiamo stabilità, dividendi e cassa. Privilegiamo quindi le large cap «value» (industriali con elevati dividendi), i difensivi (utilities) e gli «interest rate sensitive». Ridotti i «consumers». A livello geografico siamo più esposti negli USA; riduciamo a UW Asia/Pacifico; l'Europa è OW Telecom & Utilities, NW Healthcare & Energy.

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.

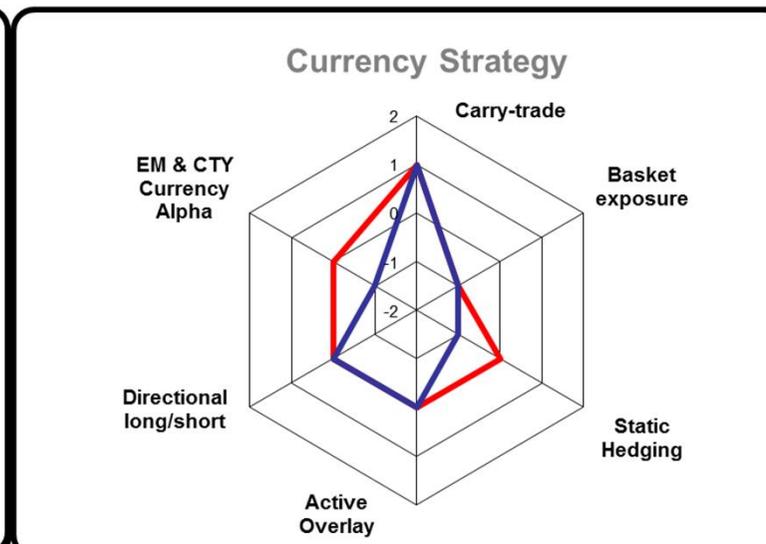
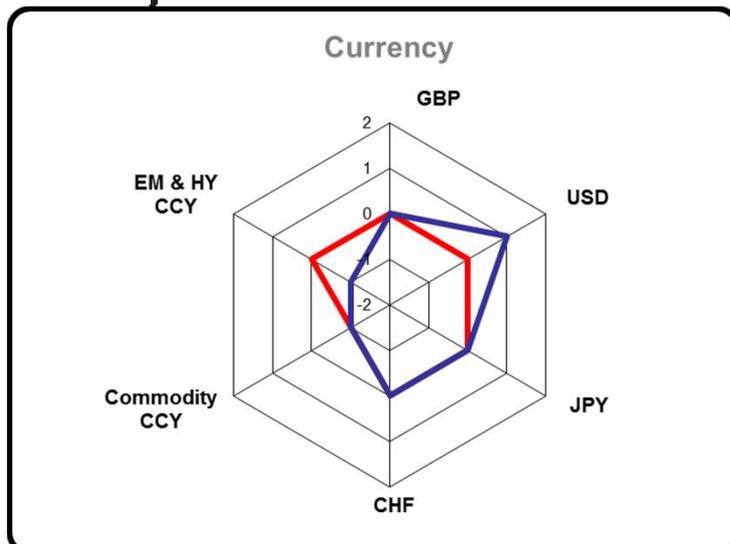
# FX Markets: majors

La sostanziale omogeneità di atteggiamenti (espansivi) delle principali banche centrali, ha tolto forza ai movimenti erratici dei tassi di cambio che si erano sperimentati fino a tutto il mese di febbraio. Vi aveva influito la decisione della FED di avviare la normalizzazione della politica, con il rialzo dei tassi operato a metà dicembre dello scorso anno. Un repentino deterioramento del quadro macro, indotto dalla caduta dei prezzi delle attività, dalle turbolenze negli EM, dalla flessione della crescita in Cina, dal rafforzamento del USD e dal crollo del petrolio, ha ripristinato un contesto operativo più coerente, grazie soprattutto alla rinnovata prudenza della FED. Da marzo le valute si muovono seguendo quindi fattori specifici: in base ad una valutazione dei soli fondamentali, USD resta la valuta più solida, ma le vicende recenti confermano la sua estrema sensibilità alle aspettative di policy. Le posizioni speculative «long USD» restano confinate al breve termine, e i basket «short EM e Commodity Currency» sono stati dismessi. JPY tende ad apprezzarsi contro EUR e USD, principalmente a causa di sistematiche decorrelazioni con il ciclo dei paesi occidentali, ma le condizioni domestiche richiederebbero una svalutazione, ragione che rende le posizioni speculative «long JPY» scariche, con l'eccezione di AUD (contro JPY si svaluta a causa della debolezza dell'economia nipponica, essendo l'Australia il principale investitore diretto in Giappone). USD potrà apprezzarsi in modo meno vigoroso nel futuro prevedibile: il QE di BCE e BoJ non indebolisce il cambio, il petrolio è in ripresa, la Cina sta consolidando grazie ai pacchetti di stimolo, e soprattutto i tempi del rialzo per la FED restano incerti.



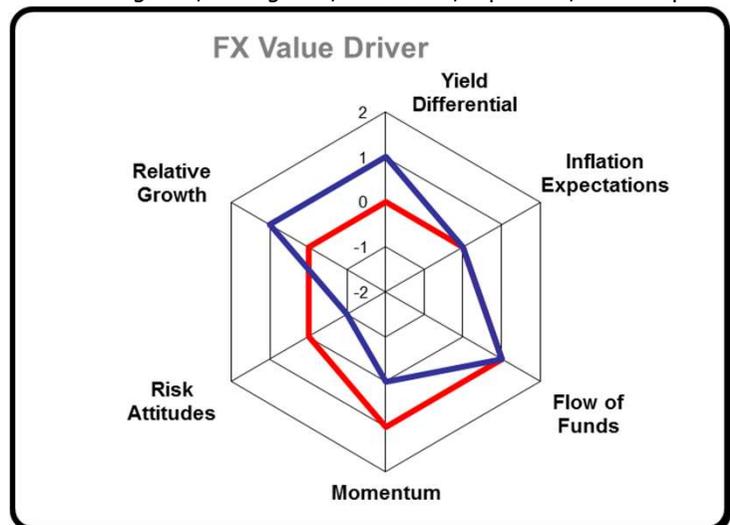
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 Dollar Index ha messo a segno un recupero di circa 3,5% dai minimi di inizio maggio, prima per eccessi nelle posizioni e poi per effetto di valutazioni di breve inerenti le attese di politica monetaria. USD ha un potenziale di rivalutazione di circa 2,5-3,0% se la FED alzerà i tassi a luglio, che contro EUR implica un minimo a 1,0825. Nel breve 1,1106 ci pare comunque un sostegno ostico. La posizione è «long USD» vs «short GBP, CAD, AUD, NZD». Restiamo neutrali su EUR (salvo quanto sopra), che è «long vs AUD e CAD», mentre JPY ha spazi di recupero su AUD. Sulle EM currency manteniamo una posizione lunga su BRL, la riduciamo su RUB, ne apriamo una su WON.

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

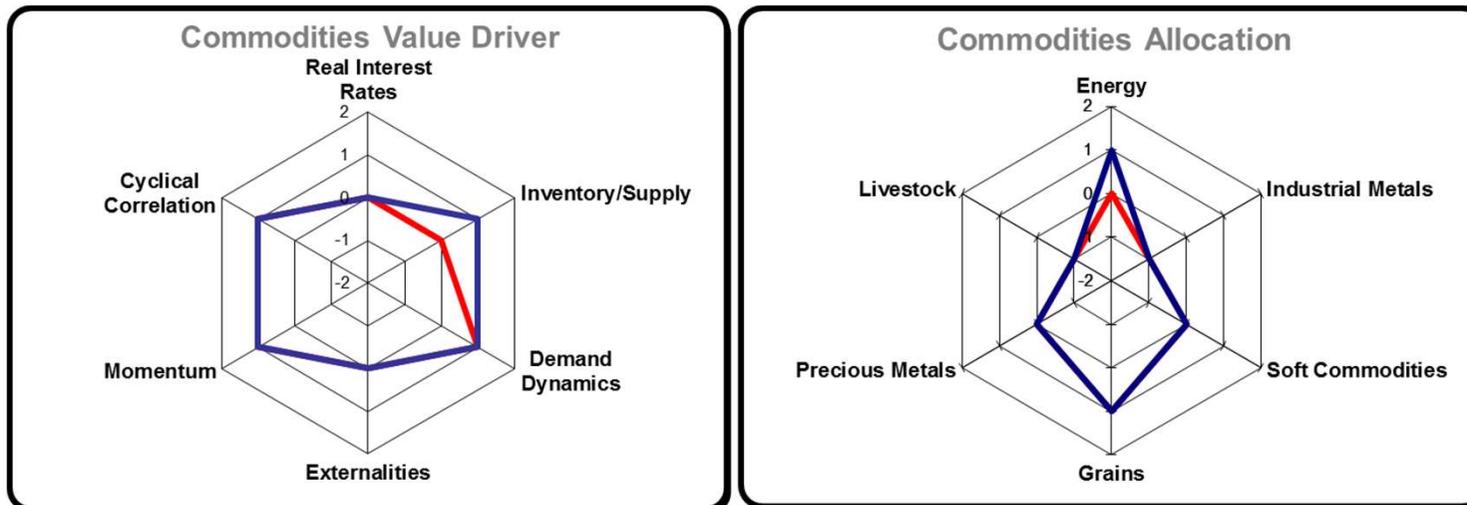
Lo scenario per i mercati delle commodity sta lentamente volgendo verso una direzione più equilibrata: vi hanno contribuito gli stimoli monetari delle banche centrali, un atteggiamento più prudente da parte della FED che ha tolto parte della forza al USD, e gli stimoli delle autorità cinesi finalizzati 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 calo.



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. Nostre previsioni indicano un range di oscillazione del WTI 50-55\$ in H2-16, di 49-54\$ per la varietà Brent.
- Un andamento riflessivo del GDP globale e le fragilità degli EM penalizzano le commodity esposte alla produzione manifatturiera, in particolare 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.
- La fase di instabilità è superata, ma non ci sembra maturo un incremento strutturale della posizione, che resta UW; temi tattici interessanti «flat WTI», «long RBoB», «long Corn».

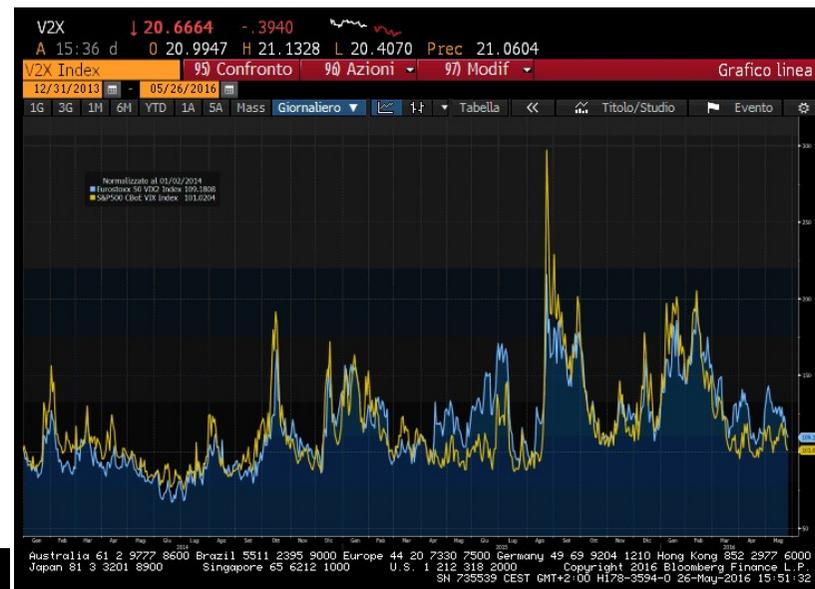


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo    rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

# Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Nel mese di maggio è proseguita l'alternanza fra euforia e cautela che aveva caratterizzato anche aprile, ma i movimenti non si sono tradotti in un incremento della rischiosità delle asset class. Gli indici di volatilità sono scesi sensibilmente, a causa della prevalenza di giornate ad andamento piatto su quelle più nervose. Vi ha inciso il consolidamento di un consenso sulla crescita economica più orientato alla prudenza, e la graduale attenuazione delle tensioni su un possibile esito negativo del prossimo Brexit e su un blocco del piano di sostegno alla ristrutturazione dell'economia e del debito greco, ancorché il risultato delle negoziazioni non possa considerarsi risolutivo.



La continuazione del recupero dei prezzi delle commodity, in particolare petrolio e raffinati, e segnali via via più evidenti di un consolidamento dell'attività produttiva in Cina (ancorché intorno ai minimi di ciclo), hanno contribuito ad abbattere gli indicatori di avversione al rischio (qui riportiamo quelli di Citigroup), sia nelle componenti a breve che a lungo termine. Ma anche in questo caso la flessione della rischiosità percepita dagli investitori non li ha indotti ad accumulare posizioni nell'equity, nonostante che il mercato abbia dimostrato di saper assorbire anche le probabilità crescenti che la FED proceda ad un nuovo rialzo dei tassi nel mese di luglio. Lo scenario deprime gli EPS, e questo spiega le incertezze degli indici.

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

# Le scelte di investimento globali

- Attesa FED implica il passaggio a NW Duration, OW Credit Spread and Coupon;
- UW sui sovrani; long Norvegia 10Y, NZD 5Y vs USD e AUD10Y vs EUR;
- OW strategico HG Corporate in USA, OW su HY Credit USA, OW Credit EMU in anticipo dell'avvio degli acquisti Corporate della BCE; selective UW su EM Credit;
- UW su Equity DM, con atteggiamento opportunistico: le valutazioni sono equilibrate, ma lo scenario macro deprime gli utili. Le tradizionali metriche di selezione continuano ad essere sovrastate da considerazioni tecniche, che inducono rotazione settoriale e stock picking; tatticamente abbiamo riportato a UW 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;
- Sull'Equity, aumentiamo la diversificazione geografica (USA, Nord Europa e Svizzera), e settoriale (Utilities, Food, Telecom, Industrial), privilegiando le «very large caps»;
- 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;
- UW sulle Commodity, ma view equilibrata; posizioni «short» su Alluminio, Nickel, Rame e Argento, posizioni «long» su Mais e su «RBoB gasoline» 1-3 mesi;
- Avviamo copertura degli Inflation Linkers in USD, a «mildly UW». Out i Convertibles.

# 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.