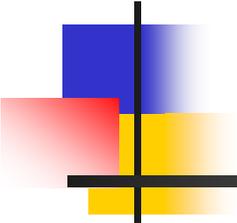


Marzo 2014



# SCENARIO DI INVESTIMENTO

---



---

**The Chief Strategist Overview**

---

I mercati sono ad un punto di svolta. Ricordando il nostro approccio di fondo, che si basa esclusivamente sull'osservazione dei fondamentali, sembra facile interpretare quanto è avvenuto. Ritenevamo già a dicembre che i mercati si sarebbero avvantaggiati di uno scenario macro in graduale rafforzamento nei DM, che avrebbe indotto un progressivo drenaggio degli stimoli monetari in USA e quindi sperimentato un rialzo generalizzato e controllato dei rendimenti dei benchmark sovrani «core». Le aspettative di inflazione sarebbero rimaste ancorate vista l'ampia capacità inutilizzata, così come i tassi di interesse a breve termine «target». In tale contesto, i fattori di rischio (l'aggiustamento degli EM) sarebbero rimasti confinati a livello locale, scaricandosi sulle divise e sui tassi dei singoli paesi. Il fatto che tali rischi potessero nel tempo generare un contagio sistemico suggeriva che le attività preferite (l'Equity DM, i Corporate HY, i Convertibles) avrebbero potuto cautamente apprezzarsi, ma in condizioni di maggiore volatilità rispetto al 2013, per cui si consigliavano accorte strategie di copertura tattica e di stock picking.

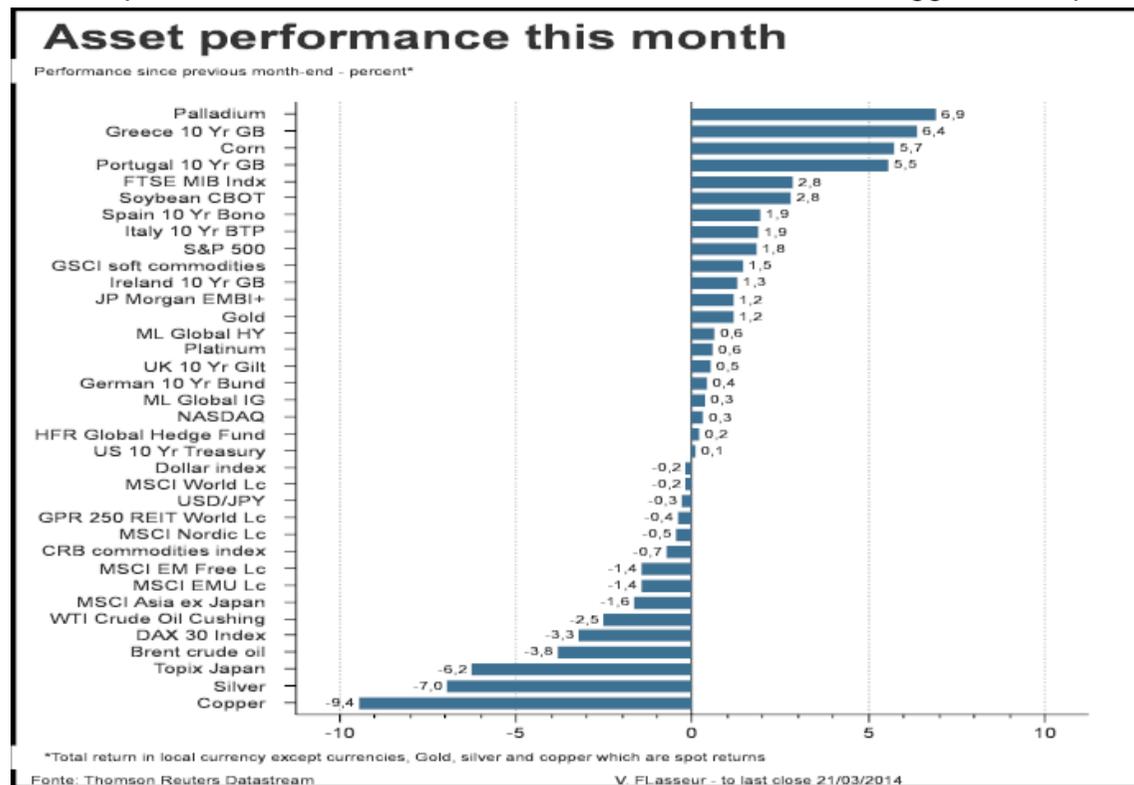
Nel primo quarto dell'anno è successo che lo scenario macro è andato progressivamente deteriorandosi, alla luce di due fatti: 1) la crescita in Cina ha visto deragliare la produzione industriale, le vendite al dettaglio, l'export netto e con essi gli indici anticipatori, aprendo il campo a più contenute previsioni di crescita del GDP, che ora stimiamo pari al 6,1% QOQ Saar dal 7,5% che è il target delle autorità; 2) c'è un fondato sospetto che l'economia USA, che crescerà intorno al 1,6% QOQ Saar nel Q1-14 stia già muovendosi intorno al potenziale, in un regime post-crisi in cui quest'ultimo si sarebbe contratto di oltre un punto percentuale (dal 3,1% al 2,0%).

In tale contesto si sono inseriti due fattori capaci di far prevalere, nelle scelte di investimento, la componente opportunistica, perché in grado di alimentare bolle di volatilità sistemiche: a) la decisione della FED di segnalare un ritmo della normalizzazione – non solo della componente non convenzionale – della politica dei tassi più anticipato del previsto, che è intervenuta all'interno di prospettive verosimilmente troppo ottimistiche su crescita e occupazione; b) l'aggravarsi della crisi in Ucraina, con i possibili esiti geopolitici connessi alle probabili sanzioni alla Russia e ad eventuali controeazioni di Mosca. Entrambi i fattori sono capaci di introdurre e alimentare massicce dosi di volatilità nei mercati e nelle variabili macro, consigliando gli investitori ad appesantire le posizioni protettive.

Non riteniamo che la crisi Ucraina sia in grado di far deragliare le prospettive globali, dal momento che si sono rilevate limitate reazioni sui mercati delle commodity Energy, e tuttavia essa è in grado di diffondere un atteggiamento negativo verso gli EM, già compromessi dalla deludente crescita in Cina. Dove la decisione della PBoC di guidare una svalutazione controllata dello Yuan non farà che alimentare il rischio di ampio aggiustamento dei tassi di cambio e di guerra valutaria, che con il rallentamento del ciclo globale sarà tema dominante nel futuro prevedibile.

## Le performance dei mercati nel mese di marzo

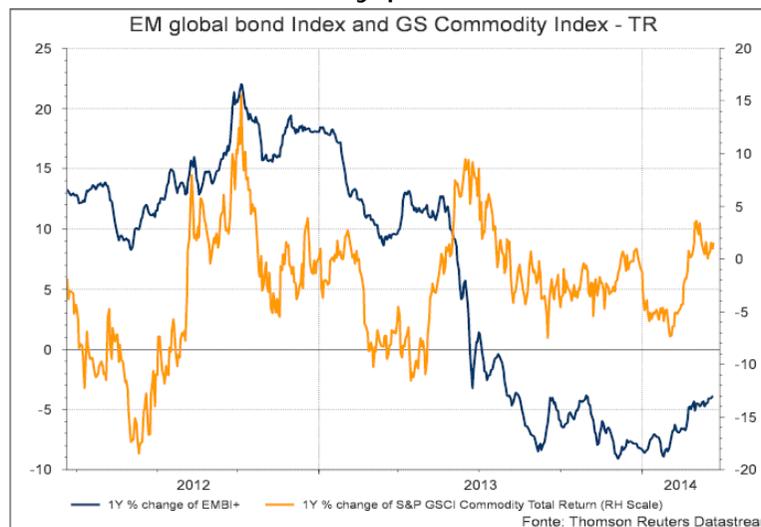
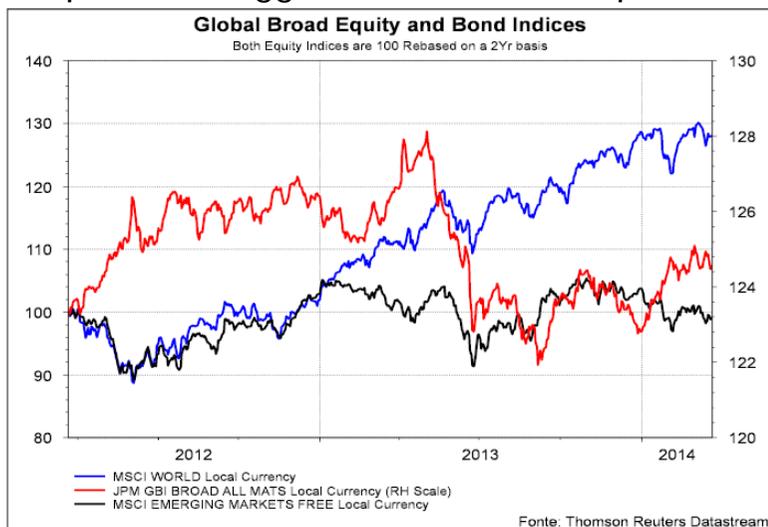
Le performance hanno in gran parte confermato le previsioni che avevamo formulato il mese scorso, nell'ambito di uno scenario che vedeva temporaneamente indeboliti i driver fondamentali e rafforzati i fattori contingenti. Sono quindi salite le attività che mostravano profili di rischio coerenti con i fondamentali «specifici» (Mais e Palladio), fattori opportunistici (relative value spread tightening nei periferici EMU) o combinazione di valutazioni e aspettative relativamente migliori (FTSE MIB). Sono state vendute le attività con profili di rischio non coerenti con i fondamentali e non supportate dai fattori idiosincratici (DAX, TOPIX, Copper), quelle a cui è mancato il sostegno della volatilità sistemica (Silver), e le dirette fonti di un possibile contagio (gli indici EM Equity). Gli indici Equity «core», i Corporate e i Sovrani benchmark hanno rendimenti nulli, leggermente positivo EMBI+.



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

## I mercati: evoluzione del quadro di riferimento

Le incertezze di fondo che avevano caratterizzato il primo bimestre dell'anno (effetti e tempi della normalizzazione della FED, condizioni del credito e della crescita in Cina, durata e ampiezza dell'aggiustamento degli squilibri nei paesi emergenti) hanno trovato piena conferma nei dati e negli eventi in marzo, con la crisi Ucraina che ha pesato sul sentiment degli investitori aumentandone il livello di prudenza. La correzione ha riguardato la maggior parte delle attività rischiose, ma non ha ancora intaccato i trend, né le ipotesi favorevoli alle posizioni azionarie DM. Incertezze e volatilità prospettica hanno indotto una riduzione dell'esposizione, senza invertire la direzione delle scelte di investimento. C'è tuttavia da domandarsi dove siano stati parcheggiati i flussi di liquidità rivenienti dalla riduzione dell'esposizione. Risultano in crescita i valori di alcuni tassi di cambio (USD, GBP e CHF), i prezzi dei periferici EMU, l'indice EMBI+ e alcuni selezionati indici Equity, fra cui Milano. I listini Nord America fanno segnare rialzi intorno al 1,5% medio, e dovrebbero aver assorbito gran parte dei flussi. In tutta evidenza, alla ricerca di protezione si è affiancata l'esigenza di rendimento, che quindi ha suggerito di limitare i depositi e caricare attività con un carry positivo.

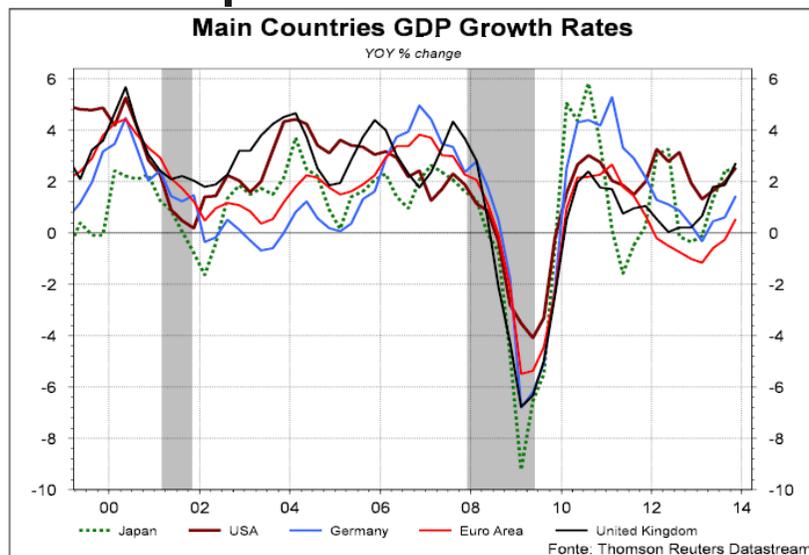


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Quadro generale: macro trend

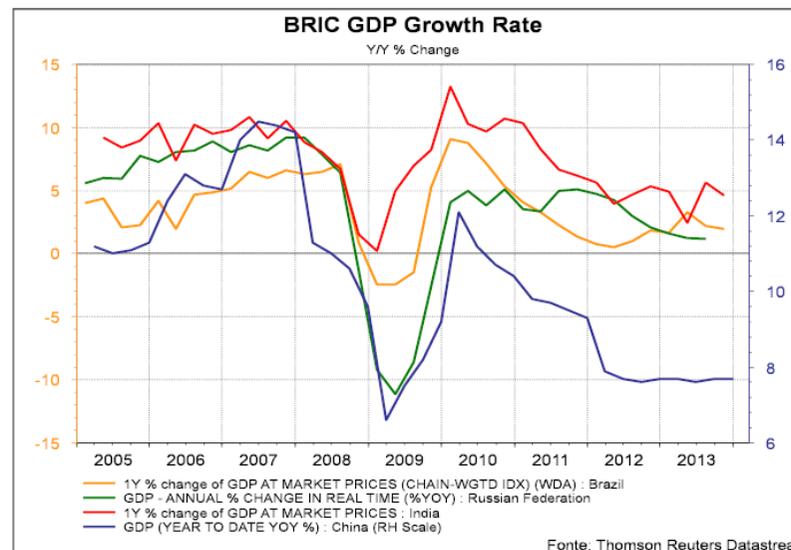
- L'economia globale continua ad espandersi ad un passo moderato; i dati recenti hanno confermato una sostanziale omogeneità delle tendenze intermedie della domanda aggregata nelle principali aree, a cui si è associata una graduale compressione dei tassi di variazione trimestrale per via dell'indebolimento di Giappone e USA. Le deboli prospettive degli EM e l'evidente flessione ciclica in Cina amplificano il rischio di shock asimmetrici.
- I dati recenti segnalano un ritmo di crescita più blando in USA e UK, che ha rafforzato un'ipotesi più cauta del consenso per le previsioni di crescita globale nel biennio 2014-2015, soprattutto a causa della debolezza del ciclo in Giappone. Abbiamo rivisto al ribasso il World GDP 2014, portandolo a +2,8% da +2,9%; per il 2015 la nostra stima è confermata a +3,4%.
- La prudenza delle previsioni è condizionata anche dall'osservazione che il passato consolidamento fiscale nei paesi sviluppati, caratterizzatosi per aumenti di imposte e tagli ai trasferimenti, ha colpito in particolare i salari (e la capacità di accumulazione del risparmio privato) e gli investimenti pubblici, fattori che hanno accentuato il declino dell'accumulazione di capitale.
- Il ciclo globale manifatturiero potrebbe aver toccato un massimo alla fine del 2013, come dimostrano le deboli intonazioni dei PMI in USA, Cina ed Eurozona. Se l'andamento degli indici anticipatori non fosse il riflesso di una fluttuazione temporanea delle aspettative (connessa ad esempio al decumulo degli eccessi di scorte registrati a fine anno in molti paesi), è probabile che i tassi di crescita della domanda finale nel 2014-2015 risultino in effetti ancora sovrastimati.
- La fragilità degli Emergenti è accentuata dal calo dei ritmi di crescita in Cina e dagli effetti sull'atteggiamento degli imprenditori dei rischi geopolitici. Riteniamo che la combinazione di più moderati fondamentali economici globali e persistenti fattori di rischio possano allungare i tempi dell'aggiustamento negli EM, che è necessario per assorbire gli eccessi di capacità e di credito.

# Scenario macroeconomico globale



Gli ultimi dati hanno evidenziato un quadro economico che per gli EM è ancora debole e correlato. L'India non ha confermato i lievi segnali di ripresa emersi in autunno. Preoccupa la dinamica del ciclo in Cina, e l'ambigua risposta di policy delle Autorità. Abbiamo rafforzato la nostra view negativa sulla dinamica dell'attività in Cina, che tuttavia non riteniamo così compromessa da far deragliare la graduale ripresa globale che ci attendiamo nella seconda parte dell'anno.

La svolta del ciclo è in corso, ma il ritmo si è attenuato in numerose aree economiche. In Giappone i segnali di rallentamento si sono rafforzati, mentre preoccupa la debolezza strutturale dell'export nonostante il rimbalzo recente. Negli USA l'economia è relativamente esposta al ciclo delle scorte, e manifesta una volatilità che solitamente emerge nella fase matura. UK, Norvegia e Svizzera sono i soli paesi che fanno segnare dinamiche sostenibili della congiuntura, con lievi sintomi di surriscaldamento in UK.



# Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014-2015, alla luce dei dati definitivi sul Q4-2013 e delle prime evidenze sul Q1-2014: ne risulta un quadro di ripresa consolidato, ma su ritmi più contenuti di quanto previsto in precedenza. Dati congiunturali più riflessivi in USA e Cina non meritano per il momento un ripensamento sulle prospettive della ripresa globale, anche se inducono maggiore cautela sui tempi e sull'intensità del recupero.

Stati Uniti e Regno Unito sono candidati ad un risultato di crescita migliore del consenso, anche se di recente sono emersi segnali più riflessivi. Nel Q1-2014 il ritmo di crescita USA appare molto più blando, anche a causa delle avverse condizioni meteo. L'eccessiva dipendenza dal ciclo delle scorte, un quadro esterno più instabile e l'insoddisfacente andamento di inflazione e occupazione, a fronte di un'accelerazione della FED sul fronte della normalizzazione indicano un quadro domestico caratterizzato da un ritmo di crescita sub-potenziale e da un persistente sottoutilizzo di capacità.

Abbiamo rivisto pesantemente al ribasso la crescita in Giappone, dove temiamo che la recente ripresa dei consumi sia temporanea e condizionante gli effetti statistici in H2-2014. Allo stesso modo, abbiamo ridotto le previsioni in USA e UK dello 0,1%, a causa della sovra-esposizione ai fattori di rischio globali e alla luce di politiche monetarie più «neutrali».

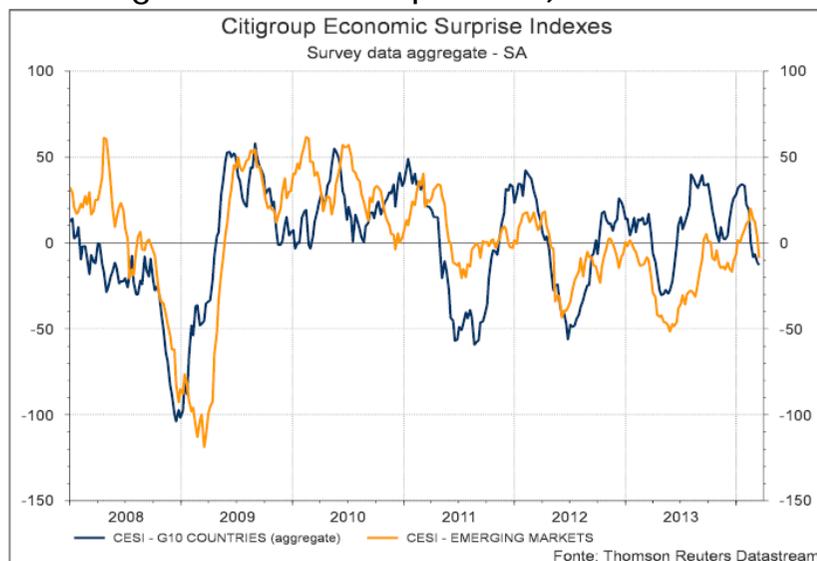
La previsione che l'Eurozona faccia segnare un recupero dell'1,0% è condizionata al mantenimento del profilo di forte accelerazione ciclica della Germania (+2,0% dal +0,5% finale del 2013), che potrebbe essere riconsiderato alla luce della crisi Russia/Ucraina; c'è tuttavia da segnalare che la dinamica ciclica degli altri grandi paesi, Francia, Italia e Spagna, sembra dipendere dal progresso dell'aggiustamento interno, ed in tal caso saranno possibili revisioni al rialzo.

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

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

# Scenario macro: gli indici sintetici

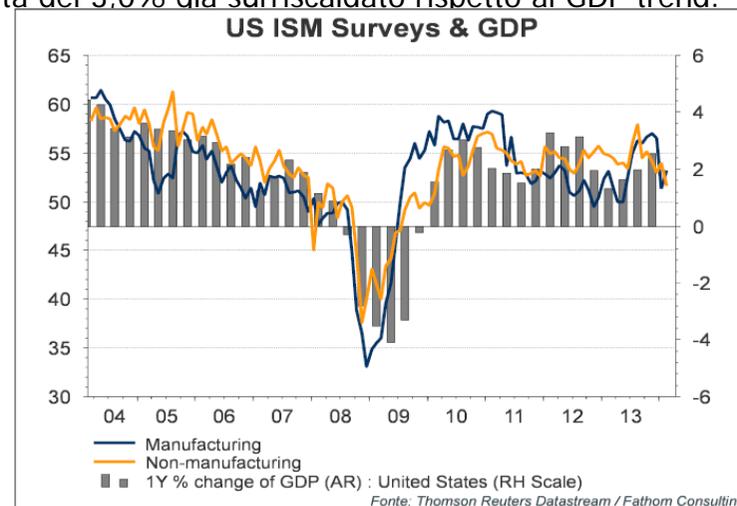
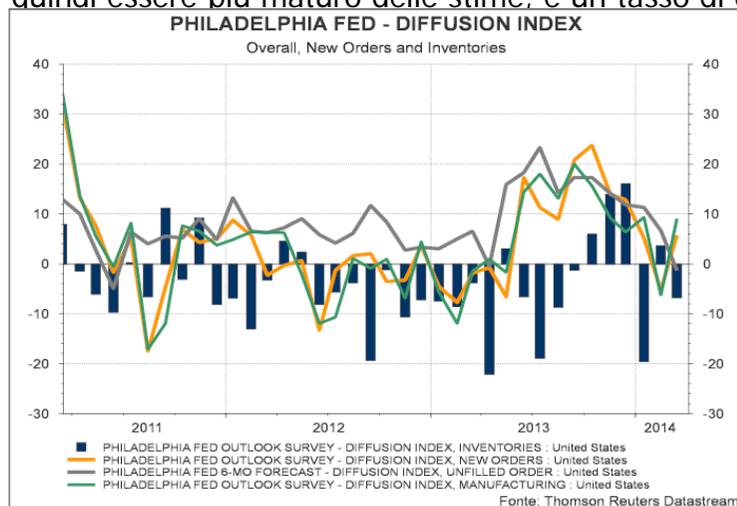
Gli indici di sorpresa economica segnalano che uno scenario di crescita sub-potenziale è pienamente scontato nei dati congiunturali, ed in particolare per quanto riguarda la Cina e gli USA. Ciò può indurre un graduale aumento della volatilità macroeconomica, perché a scenario consolidato, i dati potrebbero sorprendere anche al ribasso nel futuro prevedibile. Alla luce del fatto che il contenuto profilo della crescita globale è alimentato dal continuo aggiustamento dei paesi emergenti e della Cina, e dalla trasmissione di impulsi negativi dal canale delle commodity, se tali fattori di rischio si prolungassero nel tempo è molto probabile che le sorprese negative prevalgano nel prossimo futuro. Se accettiamo quindi un profilo del ciclo globale più conservativo e in fase (caratterizzato da rischi di deflazione e più contenuti livelli del potenziale), sono consigliabili portafogli più bilanciati e rischi selettivi, in sintesi: 1) Equity USA vs EMU & Japan; 2) Sector Rotation vs Geographic Allocation (favourites US Industrial); 3) Selective PIIGS vs Corp HY; 4) Corp IG vs Corp HY; 5) Selective Sovereign EMBI+ vs Corp. HY; 6) Convertibles Bonds.



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

# Scenario macroeconomico: USA

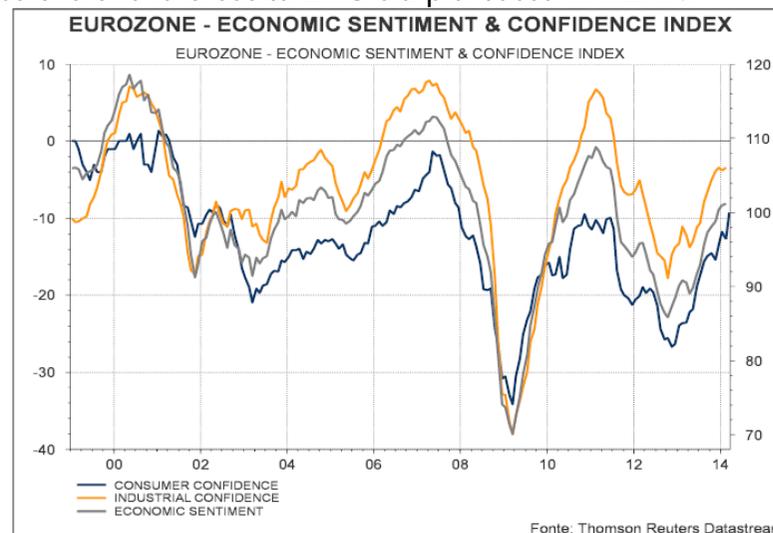
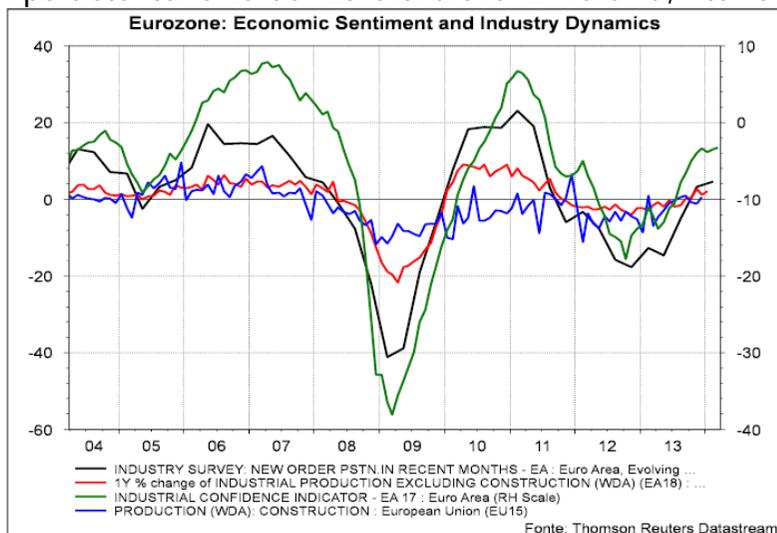
Nei primi due mesi dell'anno l'economia USA ha perso trazione: gran parte degli indicatori congiunturali ha sperimentato andamenti negativi o comunque più riflessivi, a causa delle eccezionali condizioni meteo, ma anche per effetto di confronti statistici avversi rispetto ad un Q4-2013 che per livelli di scorte, PMI ed export era stato particolarmente positivo. Nel mese di marzo si sono intravisti timidi sintomi di consolidamento dell'attività: in particolare, la riduzione dei livelli delle scorte rilevata nelle indagini della FED, a fronte di una solida ripresa degli ordinativi industriali, anticipa un possibile rimbalzo della produzione manifatturiera nei prossimi mesi. Scomponendo gli indici ISM nelle variabili esplicative, è possibile inoltre rilevare una favorevole rotazione della domanda, dai consumi delle famiglie all'accumulazione di beni intermedi e di beni capitale presso le imprese. Rimane tuttavia molto debole lo scenario nel settore delle costruzioni, il cui trend di fondo appare inferiore ai livelli coerenti con i tempi del ciclo, così come la flessione dei sussidi settimanali di disoccupazione non può nascondere una dinamica dell'occupazione che rimane ampiamente negativa. Preoccupa l'eccessiva dipendenza dell'attività dal ciclo delle scorte, e ancora di più la flessione persistente del settore dei servizi, che spiega la gran parte del contributo dell'offerta alla crescita del GDP. L'output gap infine, stimato intorno al -4,5%, indica una sottovalutazione sistematica degli effetti di contrazione strutturali che sette anni di crisi globale e del credito hanno prodotto nel sistema americano. Il ciclo USA potrebbe quindi essere più maturo delle stime, e un tasso di crescita del 3,0% già surriscaldato rispetto al GDP trend.



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

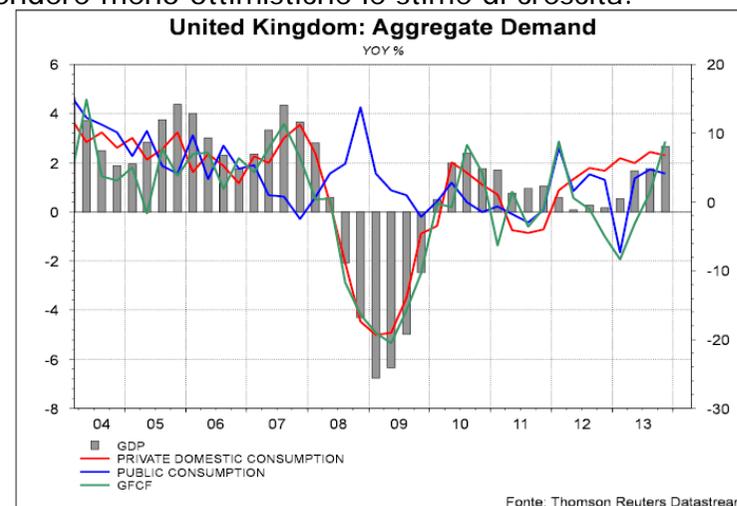
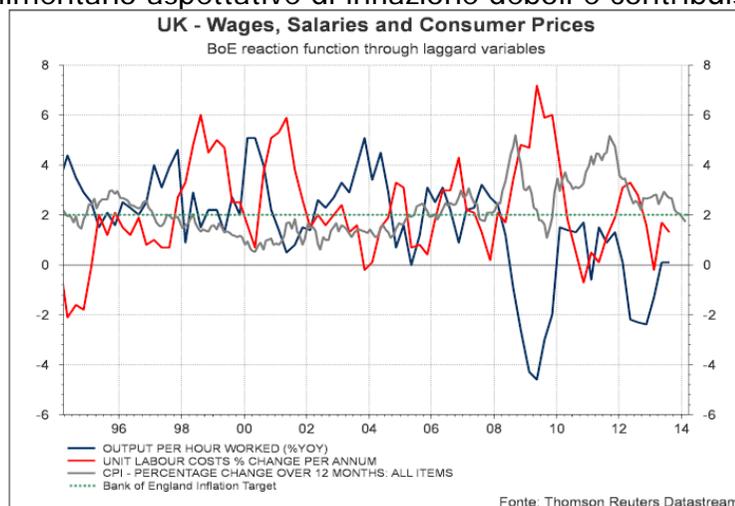
Nell'Eurozona si va diffondendo un certo ottimismo nel settore privato, che suggerisce una sostanziale tenuta del quadro di previsione di consenso (i tassi di variazione del GDP nella prima metà dell'anno sono attesi intorno a +1,0%, anche se noi stimiamo un profilo leggermente migliore intorno a +1,1%). In marzo l'indice di fiducia dei consumatori è salito al massimo da sei anni, facendo seguito ad analoghi rialzi degli indici di fiducia delle imprese e degli anticipatori del ciclo. La stima flash del PMI composite relativo all'intera area dell'Euro in marzo ha registrato un valore in linea con quello di febbraio (52,2 contro 52,3), e tuttavia ha fatto segnare il nono mese di seguito di espansione. Più importante la componente PMI sui nuovi ordinativi al settore manifatturiero, in rialzo e sui massimi da maggio 2011. La dinamica molto positiva degli indicatori di aspettativa non si è per il momento riflessa nelle variabili congiunturali, con la produzione industriale e nel settore delle costruzioni che si muove intorno alla variazione nulla, e con l'inflazione che anche di recente ha registrato ulteriori flessioni in Spagna e in Germania, anticipando una nuova caduta in marzo per l'Eurozona (stimiamo una variazione tendenziale del +0,5%). Sono preoccupanti gli andamenti dell'occupazione, degli investimenti in capitale fisico (molto contenuti anche nelle regioni più vocate alla manifattura, come la Germania, l'Italia e l'Olanda), così come gli ancora altissimi livelli di capacità produttiva inutilizzata. A fronte dell'elevato contributo dell'export al GDP dell'area, vista anche la persistente forza dell'Euro e la crisi EM e Cina, riteniamo possibile che la crescita EMU sia più bassa in H2-14.



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

# Scenario macro: United Kingdom

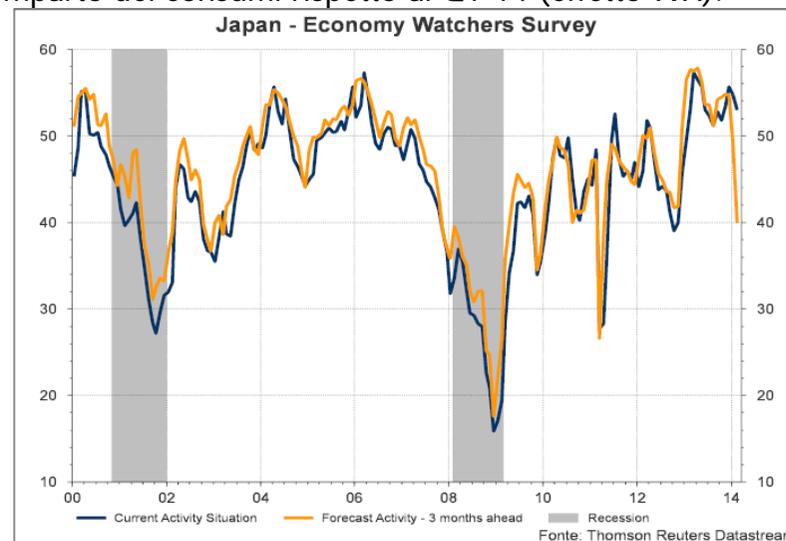
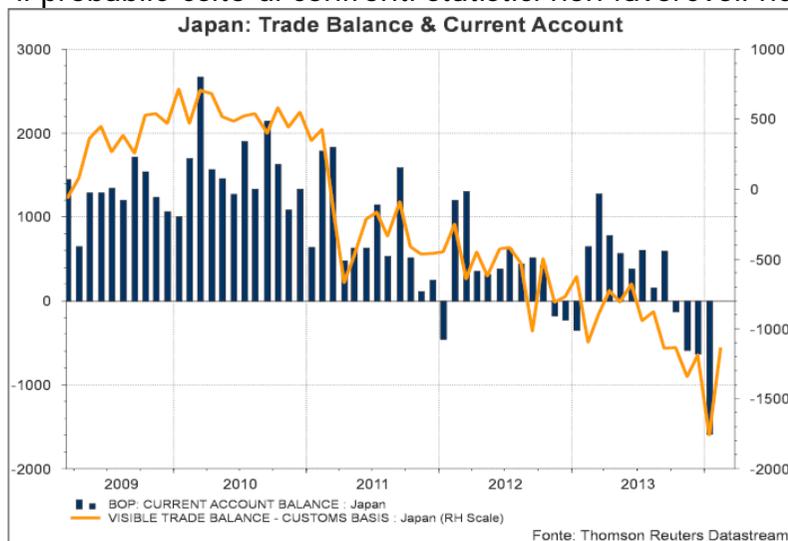
Il Regno Unito continua ad evidenziare un graduale miglioramento dell'attività economica, che si traduce in una dinamica sostenibile e «virtuosa» della domanda aggregata, caratterizzata dalla significativa accelerazione degli investimenti privati e dalla moderazione della spesa pubblica e dei consumi delle famiglie. Il Comitato Monetario della BoE, nel comunicato di marzo, segnala l'avvenuta ricomposizione delle fonti della domanda, indicando che una crescita più moderata dei consumi e più accentuata degli investimenti implica che l'equilibrata diffusione della ripresa che era stata anticipata dalle Autorità si sta già materializzando. A conferma del coordinamento delle azioni fra Banca Centrale e Governo, di recente è stato approvato il programma pluriennale di bilancio, che prevede la continuità della riduzione della spesa pubblica di circa l'1,0% del GDP per anno fino al 2019. Con l'inflazione di fondo scesa al di sotto del target della BoE (al 2,0%) e stabilmente orientata al ribasso, e con le determinanti dell'inflazione attesa, segnatamente i salari nominali, in ripresa ma in linea con i bassi livelli di produttività, i tagli alla spesa pubblica sono una delle ragioni che inducono la BoE ad impegnarsi a mantenere i tassi di policy sotto i livelli ritenuti normali prima della crisi ancora per molto tempo. Alcuni osservatori ritengono che una ripresa dei costi unitari del lavoro a fronte di livelli di produttività insoddisfacenti pone limiti alla possibilità dell'accomodamento monetario, ma a nostro avviso questa interpretazione sottovaluta gli effetti di lungo termine dell'apprezzamento della sterlina, e del conseguente indebolimento della bilancia commerciale, entrambi fattori che alimentano aspettative di inflazione deboli e contribuiscono a rendere meno ottimistiche le stime di crescita.



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

# Scenario macro: Giappone

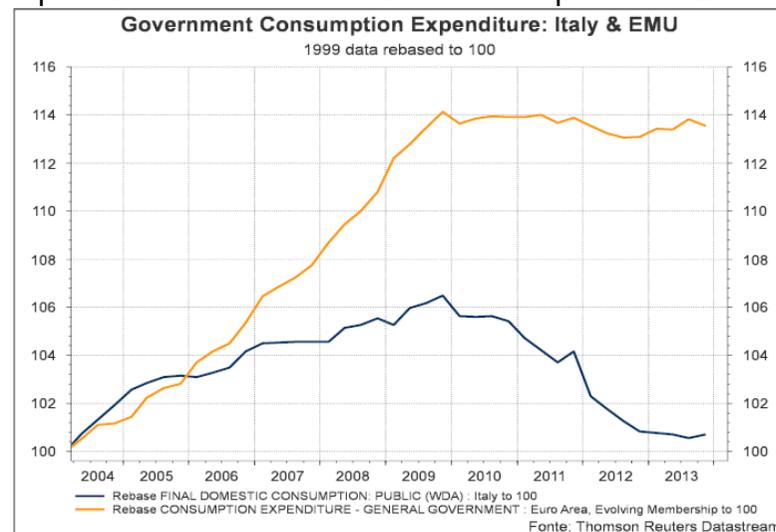
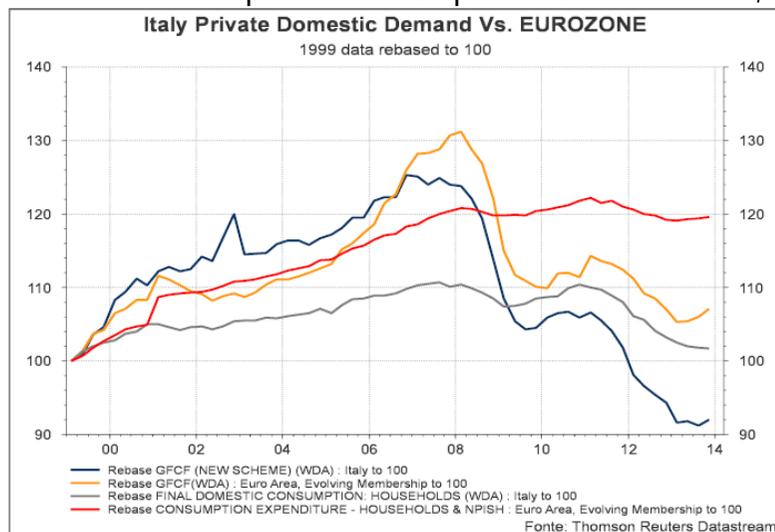
Dopo che le continue revisioni al ribasso del tasso di crescita del GDP nel Q4-14 hanno depresso i risultati dell'intero anno (+1,5% contro attese di consenso di +1,9%), il primo trimestre del 2014 sta mostrando tendenze della congiuntura più incoraggianti, che tuttavia riteniamo di non dover sovrastimare. In particolare, in vista del rialzo dell'IVA dal 5% al 8% in aprile, le vendite nei grandi magazzini hanno registrato tassi di crescita superiori al 2,0% in febbraio, per un tasso che nel primo trimestre 2014 dovrebbe attestarsi al +15% QOO Saar. Anche la dinamica degli investimenti delle imprese in beni capitale ha guadagnato trazione nel primo quarto dell'anno. Pur tuttavia dal nostro osservatorio l'economia nipponica continua a manifestare diffuse debolezze. Il deficit commerciale in febbraio è diminuito a -1.133Mld di Yen, grazie soprattutto alla caduta dell'import (-6,0% MOM): benché molti osservatori interpretino questa come una svolta, l'analisi dei dati suggerisce cautela, data la correlazione molto forte della BoP nipponica con l'interscambio verso i partner asiatici, in cui nei prossimi mesi potrà prevalere la Cina, se perseguirà quella che noi attendiamo come una politica del cambio debole. Segnali positivi per i consumi si ritrovano nella decisione delle grandi imprese di alzare il salario di base, ma le SMEs non sembrano voler seguire l'esempio, ed anzi hanno fatto maggior ricorso al part-time. Le indagini più analitiche presso le imprese segnalano previsioni di rallentamento dell'attività economica a partire dal Q2-14, che sarà anche il probabile esito di confronti statistici non favorevoli nel comparto dei consumi rispetto al Q1-14 (effetto IVA).



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

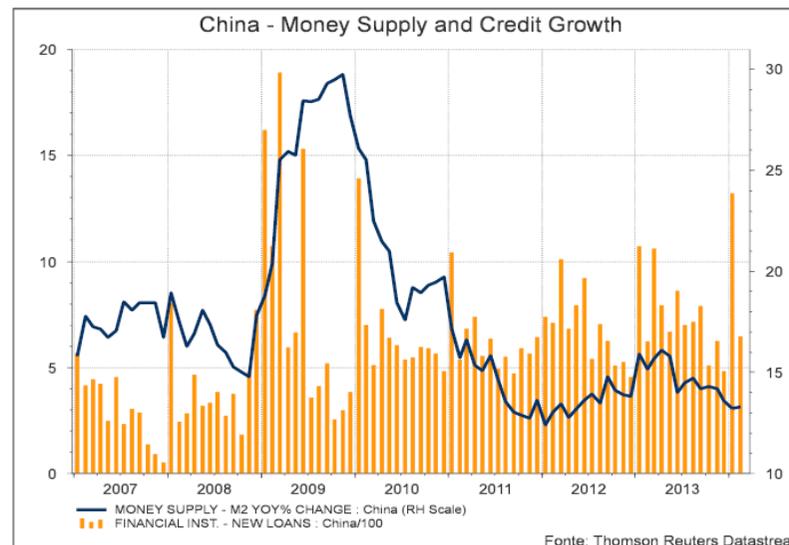
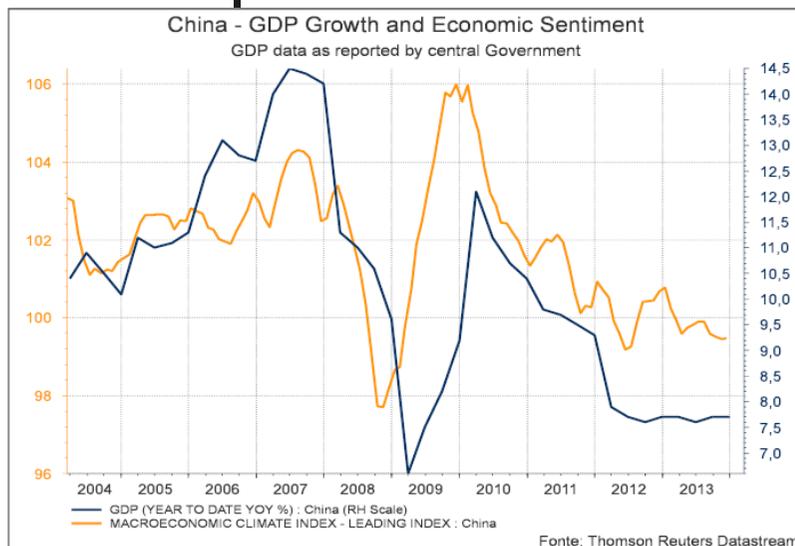
# Scenario macroeconomico: Italia

I principali centri di ricerca prevedono che nel 2014 l'Italia sperimenterà una moderata ripresa dell'attività economica, consolidando la svolta nel segno della crescita che si è realizzata nell'ultimo trimestre dell'anno passato: in particolare, *Consensus Economics* indica un recupero del PIL del +0,6% nel corso dell'anno, una stima allineata con quella del FMI (+0,6%) e leggermente inferiore a quella dell'ISTAT e di Banca d'Italia (+0,7%). Nostre stime segnalano un quadro più prudente di quello indicato dal consenso (+0,4%), soprattutto per effetto di un trascinarsi leggermente negativo sul 2014 (-0,1%). In termini tecnici, più che di ripresa si deve quindi parlare di graduale consolidamento del ciclo, dal momento che una variazione del PIL così modesta impedirà un miglioramento del quadro occupazionale, che infatti è atteso indebolirsi anche quest'anno. Ci sembra pertanto poco fondato l'ottimismo riposto nel possibile stimolo connesso all'avvio delle riforme economiche ed istituzionali, che potrà forse incidere gradualmente sugli indici di fiducia, ma che se non accompagnato da azioni concrete per la crescita, l'attività delle imprese e l'avvio di un nuovo modello di sviluppo lascerà campo ad una dinamica asfittica dell'economia. Ne danno evidenza i grafici sottostanti, che indicano chiaramente come dall'avvio dell'Euro l'Italia abbia perso volumi enormi di investimenti e di consumi privati rispetto al complesso dell'Eurozona, e questo è avvenuto nonostante che la spesa pubblica sia rimasta stabile rispetto al +14% circa dei partner. Dal momento che il controllo della spesa è comunque il frutto di riforme, è solo ripensando tutto il sistema che si recupererà trazione.



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

# Cina: uno scenario complesso



In Cina i dati più recenti hanno sorpreso al ribasso. Sapevamo che parte del rallentamento dell'attività era il riflesso di condizioni finanziarie più rigide indotte dalle Autorità nella parte finale del 2013. Ma la combinazione di tassi di variazione della produzione industriale nulli nell'ultimo semestre, della decisa flessione dell'export netto e degli investimenti fissi ci hanno costretto a rivedere pesantemente al ribasso le previsioni di crescita H1-14, che adesso vediamo intorno al 5,9%-6,2% QOQ Saar. Si spiega così la decisione della PBoC di tentare una graduale svalutazione del CNY.

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: Emerging Countries

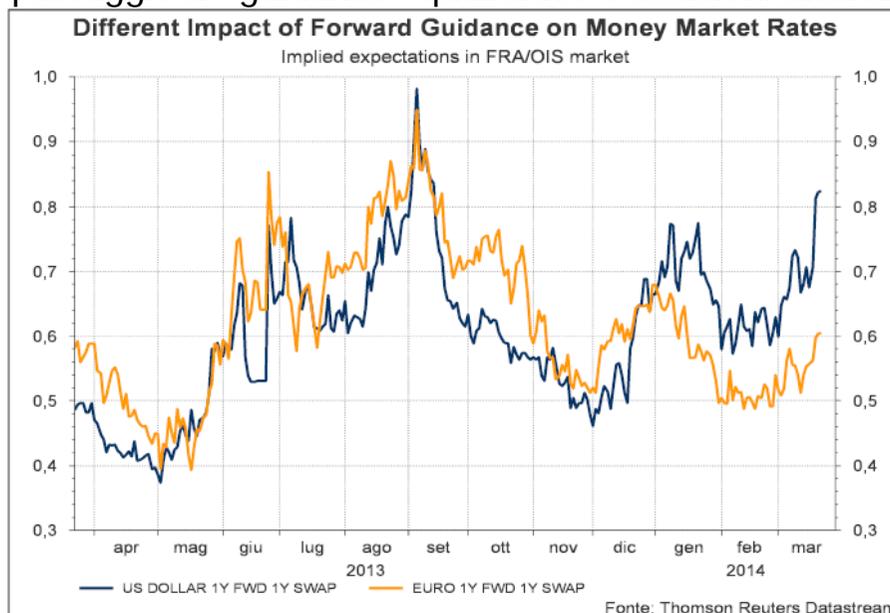
Le tensioni che avevano attraversato gli EM nella prima parte dell'anno sono in parte rientrate, anche se la crisi in Ucraina e una moderata instabilità politica e sociale in Turchia continuano ad alimentare la volatilità sui mercati locali, diffondendo una instabilità di fondo agli emergenti nel loro complesso. Quello scenario di crisi sistemica che nei primi giorni del 2014 molti osservatori paventavano, alla luce delle perdite che l'improvvisa inversione dei flussi di capitale aveva provocato sui mercati delle attività e dei cambi di quei paesi, ha lasciato il campo a valutazioni più caute. In particolare, riteniamo di essere in presenza di un aggiustamento che semplicemente riflette la naturale evoluzione del ciclo ed aspettative più conservative sull'impatto che la normalizzazione graduale delle politiche monetarie nei DM potrà avere sugli EM che evidenziano squilibri di bilancia dei pagamenti. Diversamente dal precedente ciclo economico, l'attuale fase ascendente dell'economia globale è stata sostenuta dal complesso degli emergenti, in particolare la Cina, il Brasile e l'India. Questi paesi hanno quindi sperimentato i crescenti vincoli di capacità produttiva che si manifestano nelle fasi finali del ciclo, ed hanno quindi cominciato a irrigidire le politiche per evitare un precoce surriscaldamento delle economie domestiche. La conseguente flessione del credito e del ritmo di sviluppo ha depresso le prospettive di investimento in molti EM, ma era un'azione necessaria per evitare una caduta dei prezzi delle attività da più elevati livelli, questo sì che avrebbe prodotto un contagio sistemico.



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

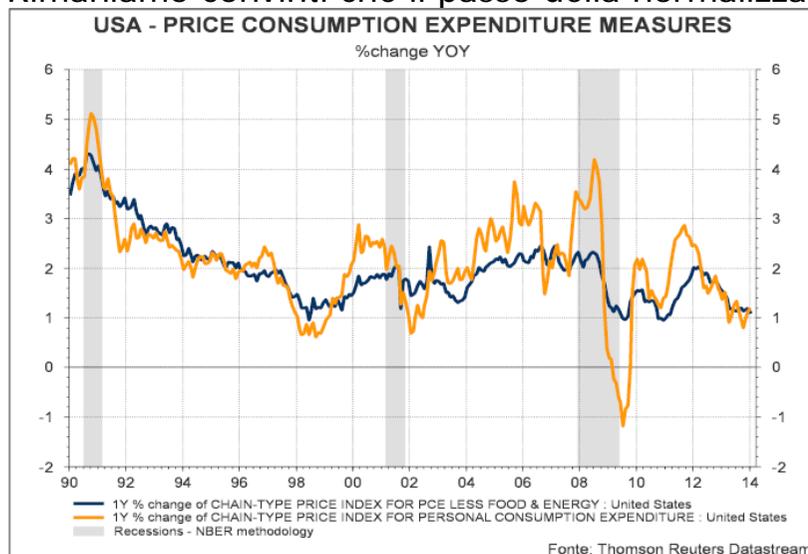
Lo scenario è stabile ma frammentato; le politiche monetarie tendono a differenziarsi, diventando possibili fattori di volatilità autonomi. I dati di occupazione di USA e UK stanno inducendo aspettative di svolta anticipata nelle politiche non convenzionali, di recente attenuate da incertezze macro negli USA e dalla discesa del CPI sotto il target in UK. La FED ha rafforzato anche in marzo l'impegno a ridurre gli acquisti di titoli sul mercato, mentre J.Yellen ha confermato la «continuità» della normalizzazione ed un profilo anticipato e più corposo del rialzo dei tassi di policy. Si prevede che l'azzeramento del QE3 possa completarsi entro settembre-ottobre 2014, mentre abbiamo dubbi sul fatto che l'avvio del rialzo dei Fed Funds avvenga effettivamente già in aprile 2015, perché riteniamo le aspettative troppo ottimistiche alla luce dei bassi livelli di utilizzo della capacità. L'azione della FED si è tuttavia riflessa nella curva dei tassi USA, il cui front-end si è disancorato a causa del passaggio a «guidance» qualitative e decisioni discrezionali, diffondendosi alla curva EURO b/t.



La BoE, in parte sorpresa dalla rapida discesa del tasso di disoccupazione, ha rivisto la «forward guidance», suggerendo la revisione del livello target nel range 6,0%-6,5%. Il nuovo limite sarà commisurato in prevalenza al livello di utilizzo della capacità produttiva, ora molto basso, un elemento che secondo la BoE sta guidando il CPI al di sotto del livello target. Quest'ultimo fatto facilita il mantenimento degli impegni di policy, ancora accomodanti, e nel tempo potrà contenere la volatilità di variabili congiunturali, tassi di interesse e cambio.

# Politiche Monetarie: la Federal Reserve

Il messaggio più importante che è uscito dall'ultimo FOMC è la revisione al rialzo del previsto tasso di policy. Il presidente J. Yellen ha tentato di attenuare la possibile interpretazione restrittiva delle proiezioni della FED, suggerendo di soffermarsi più sul comunicato finale del Comitato – che rappresenta l'esito della discussione fra i governatori – che sull'allegato contenente le nuove stime macro. Nel comunicato in effetti si può leggere «...anche dopo che occupazione ed inflazione avranno recuperato livelli coerenti con quelli impliciti nel mandato, le condizioni economiche potranno per qualche tempo richiedere il mantenimento di un tasso base sui Fed Funds inferiore a quello che il Comitato giudica normale nel lungo periodo». Osserviamo che la revisione del tono della politica è avvenuta in assenza di modifiche sostanziali delle stime di inflazione e disoccupazione, e che pertanto il segnale andrebbe interpretato come restrittivo. Osserviamo altresì che il suggerimento di disaccoppiare il comunicato dalle proiezioni conferma che la FED si è riappropriata di uno spazio di discrezionalità, che renderà più complicato anticiparne le mosse. Rimaniamo convinti che il passo della normalizzazione sarà collegato agli effettivi miglioramenti del-



le variabili osservate e che la politica rimarrà accomodante a lungo. Seguendo recenti affermazioni di Dudley (FED New York): 1) il decollo dei tassi è ancora lontano; 2) il passo dei rialzi sarà graduale e condizionato; 3) il livello di atterraggio del tasso di policy sarà alla fine concretamente più basso di quello giudicato normale prima della crisi (una conferma che il livello del potenziale si è contratto); 4) un eventuale surriscaldamento del credito sarà contrastato imponendo vincoli di quantità piuttosto che irrigidendo ancora di più i tassi.

# Federal Reserve Economic Projections

Come atteso, il FOMC ha ridotto ancora la dimensione degli acquisti di titoli obbligazionari di 10mld\$, portandoli a 55mld\$ al mese, sostituendo al contempo con una «guidance» qualitativa la precedente indicazione di policy che legava le successive azioni della FED a variabili di quantità. Con una mossa a sorpresa, tuttavia, la FED ha annunciato un'accelerazione del possibile piano di rialzo dei tassi, che potrebbe partire a primavera del 2015 invece che ad agosto-settembre dello stesso anno. Un tasso di disoccupazione atteso in sensibile calo è la giustificazione ufficiale dell'annuncio, la necessità di recuperare spazi di discrezionalità ne è a nostro avviso la vera ragione «nascosta».

**Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, March 2014**  
 Advance release of table 1 of the Summary of Economic Projections to be released with the FOMC minutes

Variable	Central tendency <sup>1</sup>				Range <sup>2</sup>			
	2014	2015	2016	Longer run	2014	2015	2016	Longer run
Change in real GDP .....	2.8 to 3.0	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	2.2 to 2.3	2.1 to 3.0	2.2 to 3.5	2.2 to 3.4	1.8 to 2.4
December projection .....	2.8 to 3.2	3.0 to 3.4	2.5 to 3.2	2.2 to 2.4	2.2 to 3.3	2.2 to 3.6	2.1 to 3.5	1.8 to 2.5
Unemployment rate .....	6.1 to 6.3	5.6 to 5.9	5.2 to 5.6	5.2 to 5.6	6.0 to 6.5	5.4 to 5.9	5.1 to 5.8	5.2 to 6.0
December projection .....	6.3 to 6.6	5.8 to 6.1	5.3 to 5.8	5.2 to 5.8	6.2 to 6.7	5.5 to 6.2	5.0 to 6.0	5.2 to 6.0
PCE inflation .....	1.5 to 1.6	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0	1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	2.0
December projection .....	1.4 to 1.6	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0	1.3 to 1.8	1.4 to 2.3	1.6 to 2.2	2.0
Core PCE inflation <sup>3</sup> .....	1.4 to 1.6	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0		1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	
December projection .....	1.4 to 1.6	1.6 to 2.0	1.8 to 2.0		1.3 to 1.8	1.5 to 2.3	1.6 to 2.2	

NOTE: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The December projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on December 17–18, 2013.

1. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.

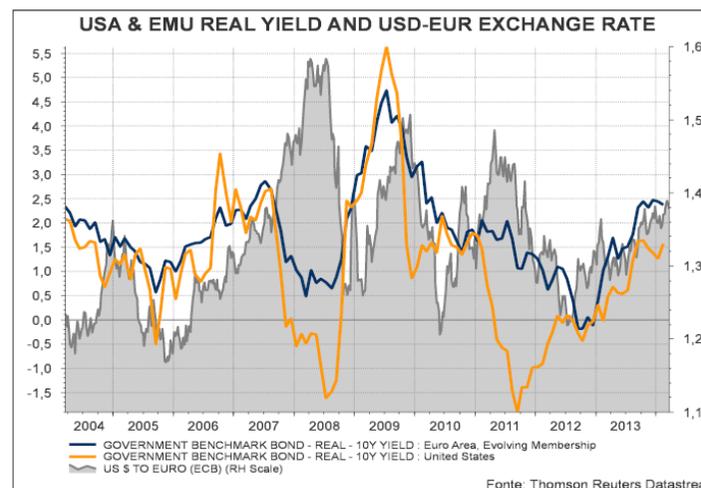
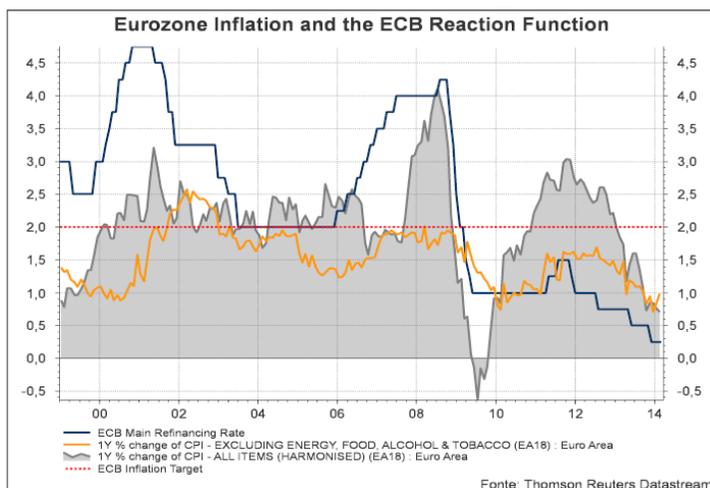
2. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.

3. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

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

# Politiche Monetarie: la BCE

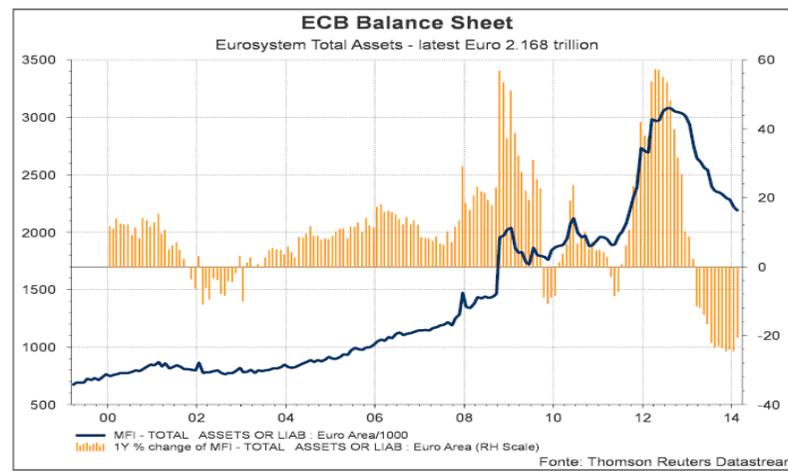
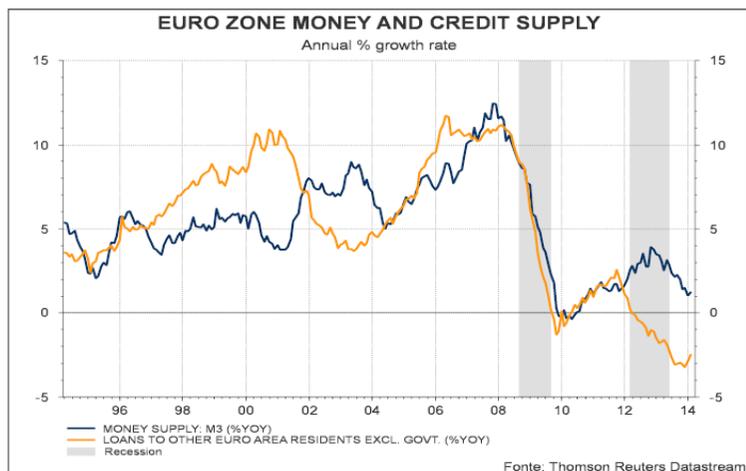
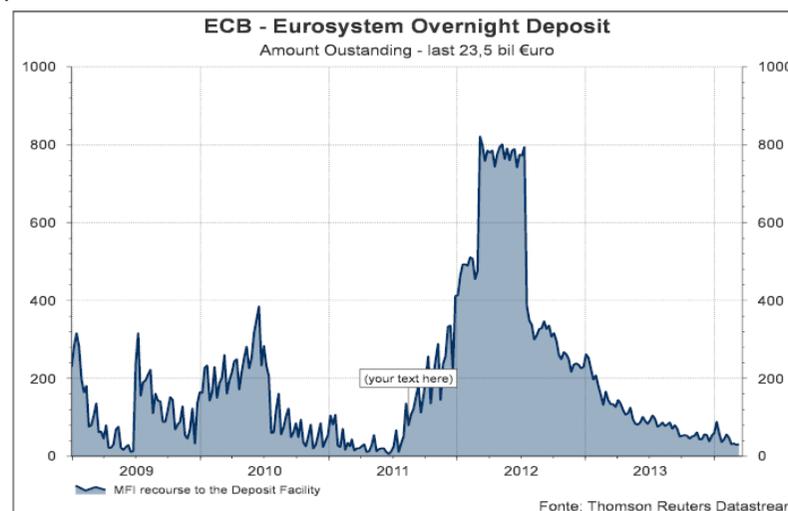
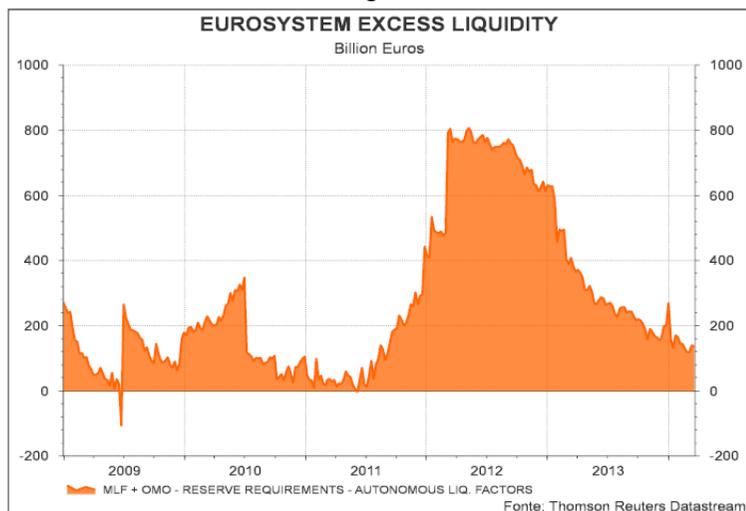
La BCE mostra crescenti preoccupazioni per la dinamica dell'inflazione, che staziona ormai intorno allo 0,7%-0,9% per le componenti *headline* e *core*. La flessione interviene nel contesto di uno scarso sostegno al ciclo della moneta e del credito. Altro fattore che preoccupa la BCE è il rafforzamento del tasso di cambio contro USD, che dipende principalmente dai differenziali dei tassi di interesse reali, a vantaggio di quelli in Euro. Ora se c'è deflazione, il cambio non può che rafforzarsi; inoltre, se il cambio incorpora la deflazione attraverso i differenziali di interesse reali, ciò significa che paesi ad alto tasso reale remunerano in realtà la rendita, mentre paesi a più contenuto tasso di interesse reale remunerano di fatto la crescita. Non sono quindi i differenziali di crescita che determinano i tassi di cambio. Ne deriva un aumento delle probabilità che la BCE possa a breve provare a generare una sorpresa inflazionistica tenendo al contempo ancorate le aspettative sui tassi a breve, ancorché la sola politica monetaria possa risultare inefficace. Ci attendiamo a breve la liberazione dei 175mld di Euro di Term Deposit che sterilizzano il SMP, condizionati a politiche del credito garantite dalle BC nazionali, ma non più una riduzione in territorio negativo del tasso di remunerazione del deposito marginale, vista l'inefficacia del canale del credito in questa fase.



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

# La BCE ed i mercati monetari EMU

I mercati monetari dell'Eurozona continuano a mostrare un andamento insoddisfacente dei canali di trasmissione, con la riduzione dei mezzi di pagamento presso l'Eurosistema che è il riflesso di comportamenti prudenti degli intermediari. Di recente si è osservato un modesto miglioramento del credito al settore privato, che è frenato dalla flessione dell'offerta di moneta.

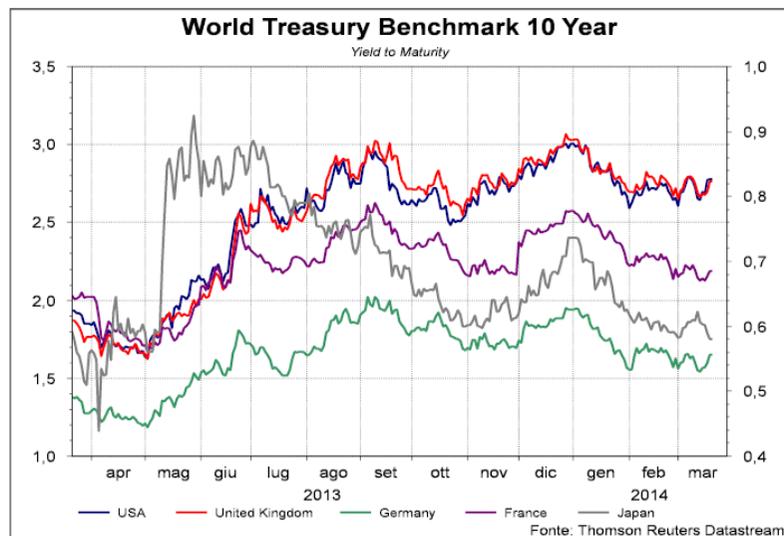
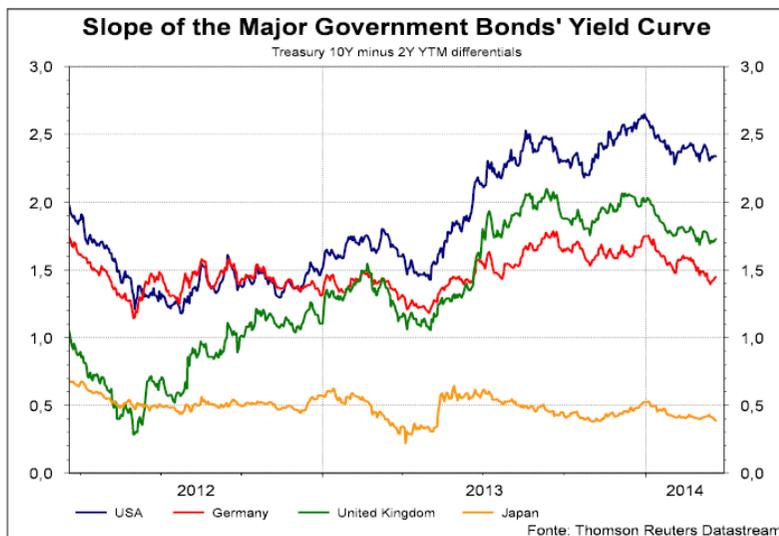
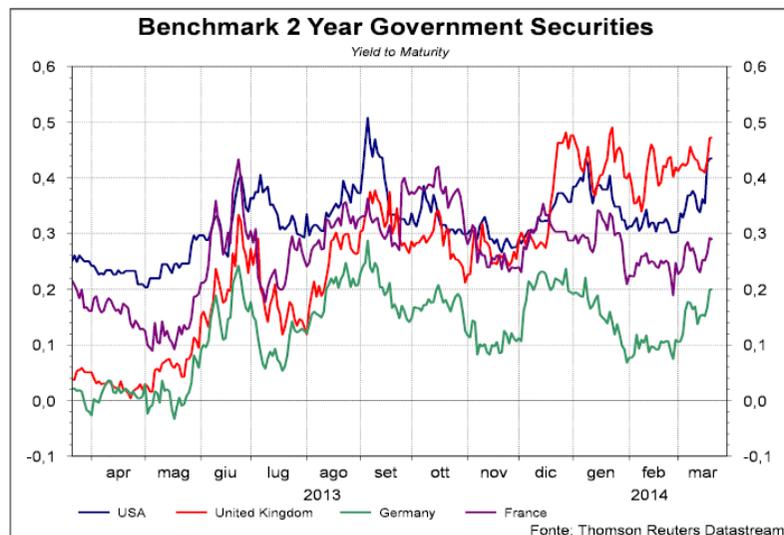
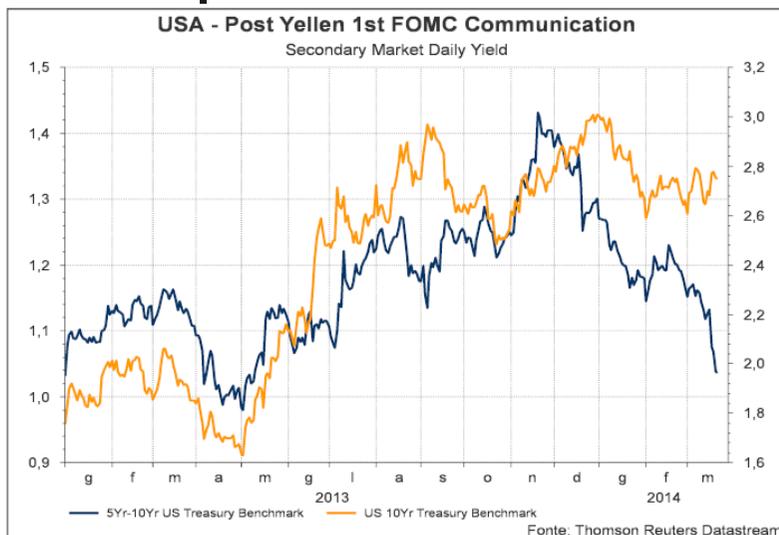


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Fixed Income Markets

I mercati Fixed Income hanno attraversato due fasi nel mese di marzo, la prima caratterizzata dalla domanda di protezione conseguente all'aggravarsi della crisi in Ucraina, che ha supportato un calo dei rendimenti dei benchmark sovrani «core»; la seconda segnata dai risultati emersi nell'ultima riunione del FOMC della Federal Reserve, che ha indicato un passo di normalizzazione dei tassi di interesse più veloce e anticipato di quanto previsto, sia pure nell'ambito di una persistente cautela nella valutazione dello scenario economico. I rendimenti dei benchmark si sono quindi uniformemente orientati al rialzo, in modo decisamente più accentuato nel segmento mediano della term structure (2-5Yr), tanto che le curve si sono appiattite. Per quanto riguarda gli effetti attesi sui mercati FI, segnaliamo che i segmenti a lungo termine delle curve sovrane «core» sono apparsi stabili: d'altra parte, l'appiattimento della curva via rialzo dei tassi intermedi riflette il drenaggio del QE in USA (e le relative co-integrazioni con le altre curve benchmark) da un lato, e la copertura delle operazioni di arbitraggio sulla curva FWD in anticipazione di un profilo dei Federal Funds meno accomodante dall'altro. Il segmento a lungo termine non reagisce di conseguenza, perché mancano sia la pressione di un quadro di crescita economica più solido, sia le tensioni inflazionistiche che a questo quadro dovrebbero essere connesse: ne consegue una possibile stabilità quando non anche flessione dei premi di rischio impliciti nei rendimenti a 10Yr, che di fatto impedisce uno spostamento parallelo della curva. Si spiegano così le dinamiche dei credit spread periferici EMU, che costituiscono naturalmente la gamba «long» di strategie che eventualmente devono assumere posizioni «short» sul front-end delle curve benchmark. E' infatti solo l'effetto delle politiche monetarie che guida il movimento dei tassi, e se è al rialzo inevitabilmente deprime ancora le aspettative di inflazione. Ne dà evidenza il fatto che è risalito l'indice EMBI+ nel mese di marzo, nonostante l'emersione di nuovi fattori di rischio idiosincratco, giusto a causa del fatto di essere composto da scadenze lunghe.

# Fixed Income Markets



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

# Credit Markets

I corporate credit spread si sono ridotti ancora nell'ultimo mese, con un movimento che di recente è stato molto accentuato nel segmento degli HY. Considerato il fatto che in termini di «relative carry» dopo la rapida flessione degli spread creditizi nel segmento, il comparto corporate HY appare meno attraente di alcuni EM Sovereign HY issuers, riteniamo che i Corporate IG siano ora da preferire agli HY, in termini di «credit spread risk adjusted». Per il resto, la nostra visione di mercato per il segmento è rimasta in gran parte immutata.

Riteniamo che sarà di sostegno al comparto la ricerca di rendimento da parte degli istituzionali nel corso dell'anno, alla luce di politiche monetarie che rimarranno accomodanti, di un quadro di crescita che si rafforzerà, di tassi di inflazione contenuti e di rischi di scenario decisamente più bassi di quanto sperimentato nel biennio 2011-2012.

La valutazione positiva delle opportunità connesse al segmento Corporate non può nascondere che gli spazi di flessione dei credit spread sono ormai molto contenuti, e in gran parte dipendenti dalla dinamica dei rendimenti dei benchmark sovrani, attesi in graduale rialzo per effetto delle azioni annunciate dalla FED. I ritorni attesi sono quindi molto bassi nel complesso, un elemento che orienterà le scelte in senso opportunistico (segmenti di curva di rating, settori, tassi di default impliciti). Peraltro, proprio il rialzo dei tassi sui governativi USA fa preferire l'assunzione di rischi di credito a scapito dei rischi sui nodi a breve della curva sovrana, limitando per il momento il peso degli HY, caratterizzati da più bassa duration e carry in contrazione, e caricando gli IG, meno esposti al rischio di tasso.

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	57	94.425	69	79.614	237	346.528
Financial	53	68.438	57	73.984	247	239.749
Utilities	22	10.000	20	9.525	94	44.793
Yankee Bonds	78	115.330	65	88.245	257	351.244
Sovereign	18	31.250	19	24.200	49	72.600
Emerging Markets	11	4.800	26	11.920	59	28.395
High Yield	84	47.447	169	89.933	575	306.719
Agencies	33	56.850	48	81.812	138	181.958
<b>Total</b>	<b>356</b>	<b>428.540</b>	<b>473</b>	<b>459.233</b>	<b>1656</b>	<b>1.571.986</b>

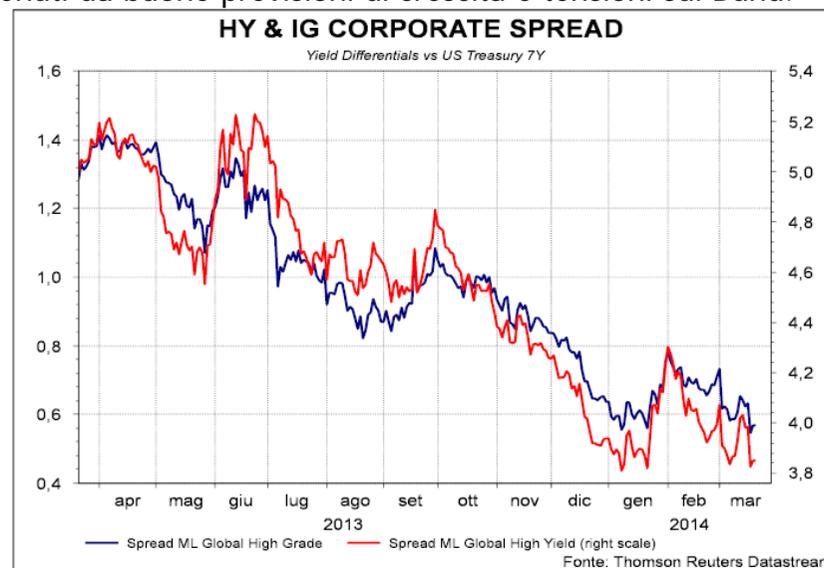
Fonte: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending Mar 21/14



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

# Credit Markets

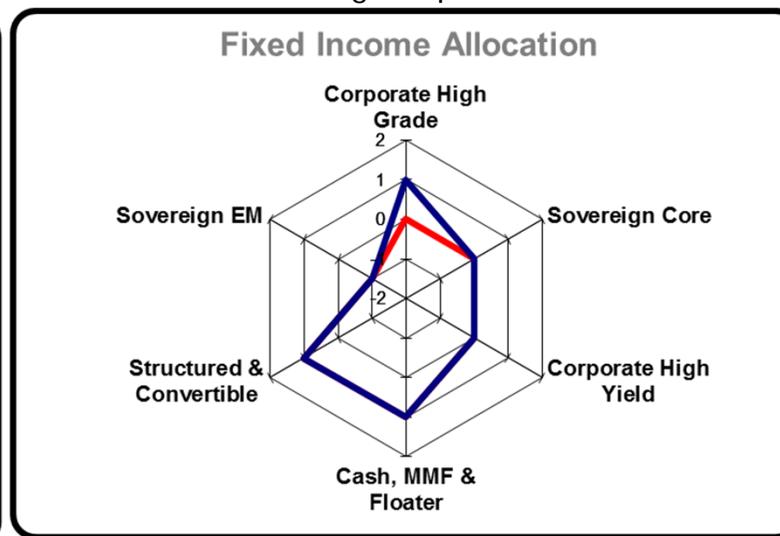
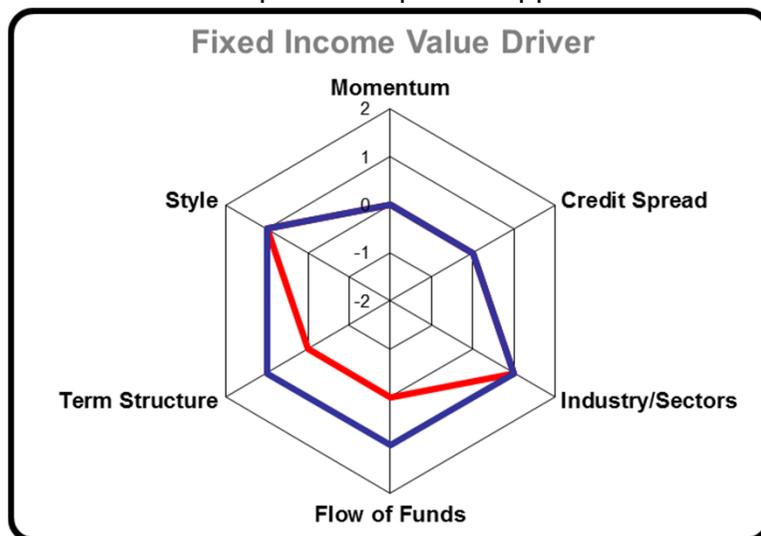
Il movimento che ha originato una veloce e intensa flessione degli spread creditizi, che ci aspettavamo con più gradualità, ha prodotto un ragguardevole balzo delle performance degli High Yield. Come accennato, esso è stato l'esito del balzo dei segmenti di curva US Treasury benchmark 2-5Yr, che ha fatto seguito ad un comunicato del FOMC che è sembrato anticipare una più rapida normalizzazione della parte convenzionale della politica della FED (il tasso sui Fed Funds). Anche gli IG hanno evidenziato un aggiustamento analogo, ancorché meno intenso visti i già bassi livelli. In termini di convenienza relativa, sul mercato «credit» si aprono spazi per valutazioni più caute: in particolare, la diminuzione delle emissioni di primario nel segmento Corp HY anticipa un possibile rimbalzo dello spread (chi ha la carta ad alto rendimento non la tratta sul secondario se non la può sostituire); d'altra parte, il differenziale HY-IG si è ormai appoggiato sui minimi di ciclo, e potrebbe risalire. Di qui la preferenza per gli IG in questa fase, su base risk adjusted: sono migliori i Financial, sui segmenti di rating BBB-/BBB, supportati da un sensibile miglioramento dei margini e degli utili, ed esposti più correttamente ai rischi di tasso. I Corp HY hanno inoltre perduto il sostegno del «positive carry», che in termini relativi avvantaggia alcuni Sovereign EM, anche se i rischi paiono tuttora troppo elevati (specie quelli valutari) per supportare una strategia di sostituzione. Le classi di credito più equilibrate sono gli spread periferici EMU, sostenuti da buone previsioni di crescita e tensioni sul Bund.



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

# Fixed Income Markets: strategia

In marzo sono continuati gli acquisti dei periferici EMU, coinvolgendo tutti i PIIGS, anche se i trades hanno premiato in misura maggiore i decennali di Grecia e Portogallo. Negli ultimi giorni di marzo le accelerazioni al ribasso dei credit spread sovrani sono state il riflesso dei rialzi dei rendimenti benchmark. A fronte di uno scenario economico più riflessivo a livello globale, condizionato dalla continuità dell'aggiustamento negli EM e da un atteggiamento della FED meno indulgente sul passo della normalizzazione, i driver della performance sono ora più sbilanciati sui rischi di tasso e sui flussi di fondi che alimenteranno il tentativo di fronteggiare (o cavalcare) quel rischio. Dopo le ultime accentuate flessioni, c'è poco spazio per i Corporate, limitato agli IG Financials nelle classi di rating più basse. Mentre l'esigenza di copertura sistematica richiede di abbassare la duration del portafoglio FI, l'assenza della combinazione che storicamente produce uno spostamento parallelo della curva dei tassi (crescita, inflazione e tassi di policy) e quindi strategie connesse alla modulazione della duration, ci induce a preferire i rischi di credito ai rischi di tasso. Continuiamo quindi ad accumulare, con più gradualità, i Convertibles ed i periferici EMU 7-10Yr, che presentano la miglior combinazione Rischio/Rendimento (condizioni finanziarie, miglioramento del ciclo, bassa inflazione), mentre manteniamo una posizione per un appiattimento delle curve USA e UK via «long steepen 5-2Yr».



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

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

# Global Equity markets trend

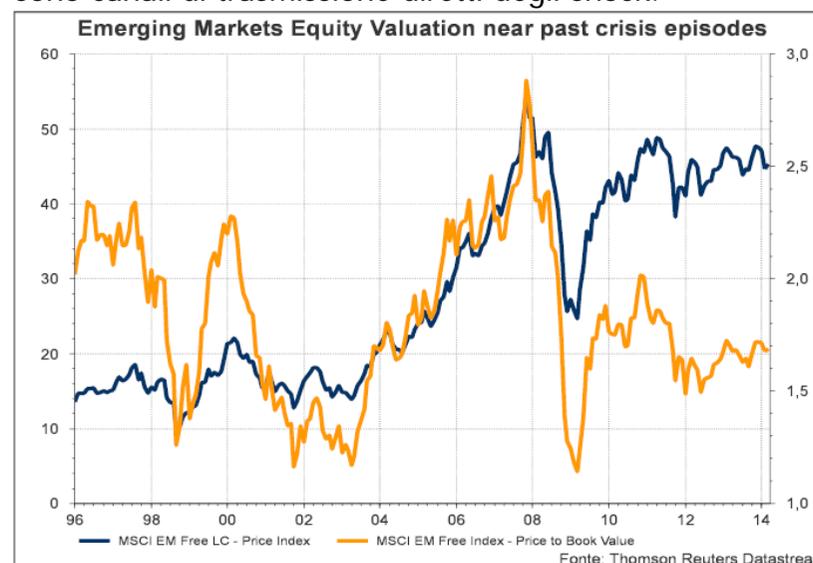
Nel mese di marzo i mercati Equity hanno sperimentato dinamiche molto frammentate, in un contesto decisamente avverso. C'è stata una netta rotazione geografica, che ha favorito i listini di USA e Canada (rialzi medi intorno a 1,5%) a scapito della «core» EMU, UK e Svizzera. Hanno continuato a performare Milano (+3,7%, la migliore fra le piazze DM) e Madrid (+0,6%, comunque più riflessiva), mentre Tokyo, Asia/Pacifico e EM hanno registrato ulteriori cadute dei prezzi. Gli indici globali fanno segnare variazioni nulle nel MSCI World DM, e perdite intorno al -1,5% per il MSCI EM Free. Fondamentali e fattori di rischio rimangono i driver delle scelte di investimento, ma nel tentare di interpretare i movimenti registrati nel mese, occorre connetterli alle aspettative sui dati aziendali. In base alla nostra analisi, le valutazioni (Price/Book e Price/Earnings), dopo i rialzi degli ultimi due anni, sono sostanzialmente equilibrate in Europa «core», negli USA e in Svizzera, sono sottostimate in Italia, Spagna e Portogallo. Nei mercati che esprimono valutazioni «fair» il sostegno ai prezzi non può che venire dagli utili (al netto di possibili «bolle» di momentum) e dalle relative sorprese, che tuttavia, in uno scenario di crescita moderata non si concretizzano o comunque non alimentano le aspettative. D'altra parte, se nel breve emergono e/o si rafforzano fattori di rischio idiosincratici, anche le valutazioni appaiono sovrastimate (banalmente, al denominatore sale il fattore di sconto per via del più elevato «risk factor») generando più ampie correnti di vendita. Nello stesso scenario – nel quale sale il rischio – la ricerca di rendimento e di protezione rende le condizioni finanziarie più favorevoli, evidenziando una relativa attrattività di quei mercati dove le valutazioni sono ancora sottostimate. Si comprano quindi i listini periferici, che spesso sono caratterizzati dalla prevalenza di temi e settori positivamente esposti ai fattori di rischio (ad esempio le banche greche, italiane e spagnole). Il gioco del posizionamento e delle sostituzioni geografiche e settoriali è tutto qui, né prevediamo che possa modificarsi a breve. E' per questo che un'attenta rotazione settoriale, che privilegi i mercati più isolati dai rischi idiosincratici prevalenti (Cina e Crimea) è quanto riteniamo possa originare migliori performance relative di USA, Italia e Spagna (Svizzera in misura minore) nelle prossime settimane.

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.

## FOCUS: Emerging Markets Equity

Nell'ultimo anno le correzioni dei mercati emergenti hanno riguardato l'intero complesso, senza apprezzabili differenziazioni. Nel tentare di identificare possibili opportunità tattiche implicite in eventuali disaccoppiamenti delle tendenze di singoli EM – ora di fatto compromesse dalla prevalenza di fattori sistemici quali la debolezza economica in Cina, o dagli esiti imprevedibili, come la crisi in Crimea – segnaliamo come i drivers siano per l'Equity la crescita degli EPS dei settori locali più esposti al ciclo globale; per il FX l'indebitamento estero netto (BoP); per il Fixed Income, le tendenze dei tassi di interesse benchmark internazionali. In generale tali drivers continuano a supportare la nostra view che il complesso delle attività finanziarie riferite agli EM continuerà a sotto-performare.

Lo diciamo osservando come per l'Equity ad esempio le valutazioni siano molto attraenti (qui abbiamo riportato il price to book value), e tuttavia tali valutazioni non abbiano spinto gli investitori ad assumere posizioni su tali mercati. Riteniamo che l'Equity EM rimanga esposto agli shock esterni (crisi Ucraina che alimenta l'avversione al rischio, crescita asfittica in Cina che impatta sui partner commerciali e sull'attitudine di investimento verso gli EM, l'irrigidimento monetario a livello locale che deprime le divise ed interviene in un ciclo economico già indebolito), e che rifletta le correlazioni «strutturali» con la dinamica delle aspettative di business e di produzione in Cina e con l'andamento dei metalli industriali (vedi grafico sotto), che sono canali di trasmissione diretti degli shock.



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

# Global Equity markets arithmetics

Sia pure in un contesto macro che vedrà affermarsi con un ritardo di almeno un trimestre una crescita economica più bilanciata nei DM, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, supportato da un aumento degli EPS coerente ancorché modesto, e da valutazioni che ai livelli attuali sono in linea con le medie storiche.

Nel breve termine, a fronte di un atteggiamento degli investitori favorevole ad un incremento delle posizioni Equity, l'indebolimento temporaneo del ciclo ha ricondotto i prezzi correnti intorno ai valori di equilibrio: nel breve operazioni tattiche, legate ai fattori di rischio ed al news-flow, potranno condurre a più ampie correzioni, che tuttavia costituiranno occasioni per ricomporre i portafogli in vista di una seconda parte del 2014 che è attesa «bullish».

L'Equity Europa sconta prezzi più bassi, un quadro di politica monetaria più favorevole, condizioni creditizie in miglioramento, che potranno supportare una più elevata crescita dei ricavi (grazie anche ad un ciclo che si va rafforzando) e degli utili aziendali. Resta tuttavia necessaria la selettività, tanto più che Francia e soprattutto Germania hanno beneficiato di valutazioni che ora appaiono tese, ed inoltre sono sovra-esposte alla crisi Ucraina. Meglio Italia e Spagna, che hanno valutazioni basse, elevati risk-premium e maggiori vantaggi dalla convergenza degli spread.

Gli USA, isolati dagli shock esterni, scontano valutazioni «fair» ma sono esposti alla debole dinamica dell'attività ed alla possibile sottovalutazione della maturità del ciclo domestico; ciò fa preferire attività connesse al ciclo globale, soprattutto beni intermedi, tecnologie e industriali, nel contesto di un listino ben diversificato e quindi più protettivo.

PRINCIPALI INDICI DI BORSA				Crescita Utile per Azione			Rapporto Prezzo/Utile		
	chiusura 21/03/2014	variazione 2014	Dividend Yield	2014	2015	2016	2014	2015	2016
<b>S&amp;P 500</b>	1866,52	1,0%	2,3%	6,1%	8,3%	11,1%	17,2	15,9	14,3
<b>S&amp;P GICS Information Tech.</b>	4276,79	2,4%	2,2%	6,4%	10,5%	11,7%	18,6	16,8	15,0
<b>EURO STOXX (EUR)</b>	316,49	0,7%	3,8%	<b>-4,7%</b>	13,1%	15,1%	16,1	14,2	12,3
<b>FTSE-100 INDEX</b>	6557,17	<b>-2,8%</b>	4,1%	<b>-10,3%</b>	10,5%	9,3%	14,8	13,4	12,2
<b>TOPIX First Segment</b>	14224,23	<b>-12,7%</b>	1,7%	29,8%	73,0%	8,1%	24,4	14,7	13,6
<b>MSCI WORLD INDEX</b>	1178,21	<b>-0,5%</b>	2,8%	5,9%	8,9%	11,4%	16,6	15,2	13,7
<b>MSCI EMERGING MARKETS</b>	45025,65	<b>-4,5%</b>	2,8%	9,8%	10,7%	10,5%	11,4	10,3	9,3
<b>MSCI PACIFIC</b>	734,49	<b>-8,7%</b>	2,5%	38,6%	8,8%	9,3%	15,2	14,0	12,8
<b>MSCI EM LATIN AMERICA</b>	1735,70	4,6%	3,7%	4,4%	15,8%	12,2%	12,8	11,0	9,8
<i>Fonte: Thomson Reuters &amp; I/B/E/S Global Aggregate</i>									

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.

## S&P500: Q4-2013 Earnings vs. Expectations

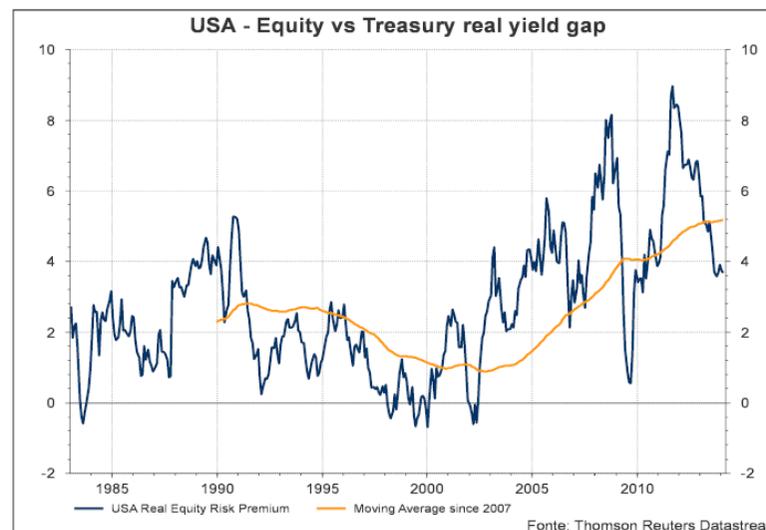
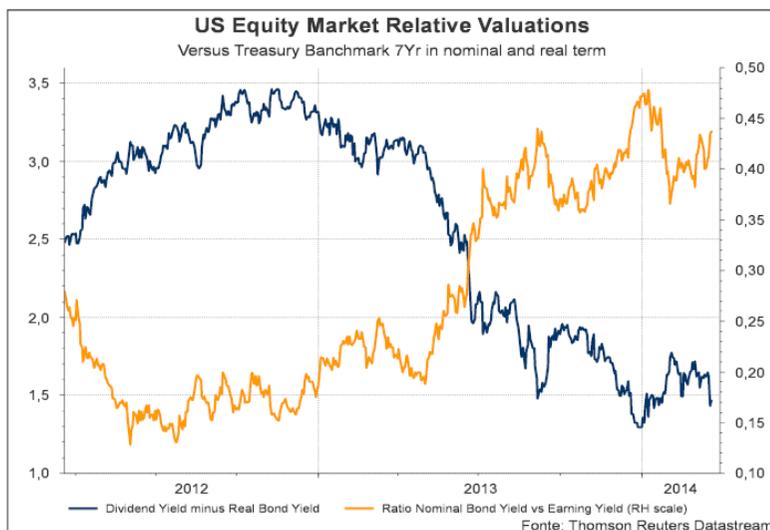
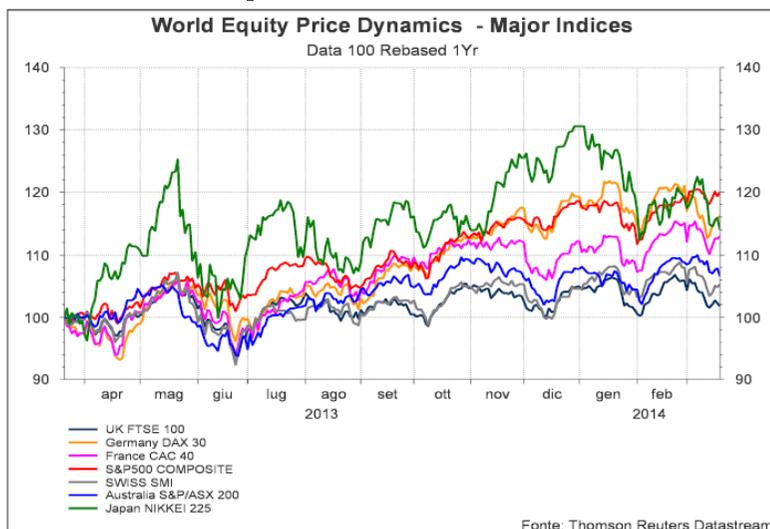
Le società appartenenti allo S&P500 hanno sostanzialmente completato la «reporting season» relativa all'ultimo quarto del 2013, con risultati in linea con le medie storiche e con molte sorprese sulle «guidance» per il 2014. Il 65% delle società ha battuto le aspettative, il 12% le ha confermate e il 23% ha realizzato risultati al di sotto del consenso. In aggregato, il risultato è in linea con le medie degli ultimi 20 anni, ma le sorprese positive sono state il 3,0%, un punto percentuale in meno degli ultimi quattro trimestri (4,0%). Fra i settori migliori, si segnalano il Tecnologico (74% delle società ha battuto le stime) ed il Finanziario (73%), seguiti sorprendentemente dai Materiali di Base, penalizzati nelle quotazioni dai depressi livelli dei prezzi delle commodity. Nel Q4-2013 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 si è attestato al +9,8%, mentre il settore Finanziario ha fatto segnare +24,9%. Segnali preoccupanti, unitamente al calo delle sorprese positive, vengono dalle «guidance» relative al Q1-2014: 108 società hanno dato indicazioni negative e soltanto 16 società hanno fornito indicazioni positive, per un N/P Ratio pari a 6,8 (era il 4,2 un anno prima). Si annuncia pertanto un sensibile deterioramento del quadro dei fondamentali, ed una conseguente rotazione settoriale.

Sector	Above %	Match %	Below %	Surprise Factor %	Reported Total #	Index Total #
Consumer Discretionary	62%	12%	26%	2%	81	84
Consumer Staples	55%	13%	33%	1%	40	40
Energy	56%	11%	33%	3%	45	45
Financials	73%	9%	19%	3%	81	82
Health Care	63%	22%	15%	3%	54	54
Industrials	59%	14%	27%	3%	64	64
Materials	68%	6%	26%	14%	31	31
Technology	74%	9%	17%	5%	65	65
Telecom Services	60%	20%	20%	1%	5	5
Utilities	67%	7%	27%	-2%	30	30
<b>S&amp;P 500</b>	<b>64.5%</b>	<b>11.9%</b>	<b>23.6%</b>	<b>3%</b>	<b>496</b>	<b>500</b>

Source: Thomson Reuters I/B/E/S

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

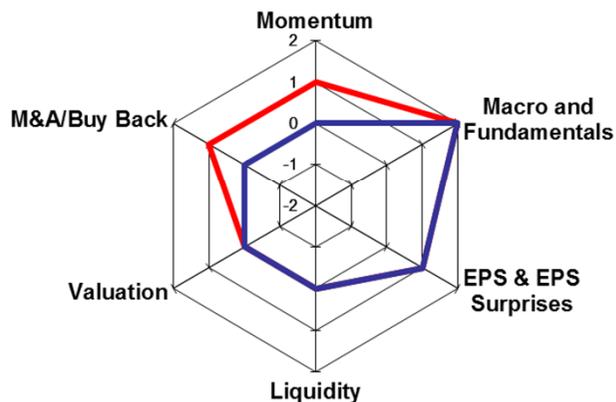
# Global Equity markets



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

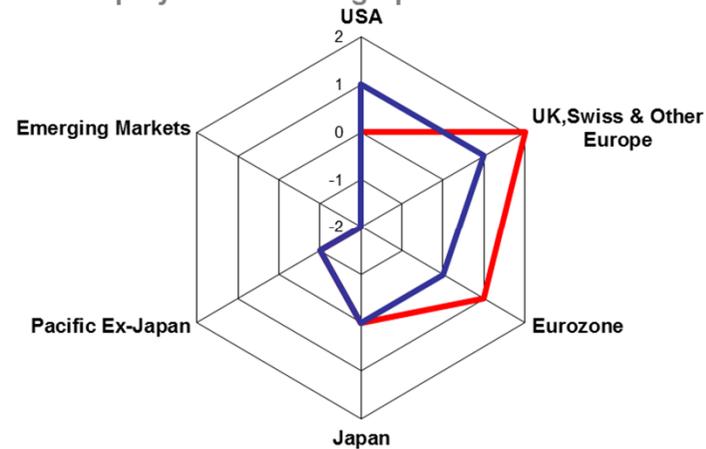
# Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



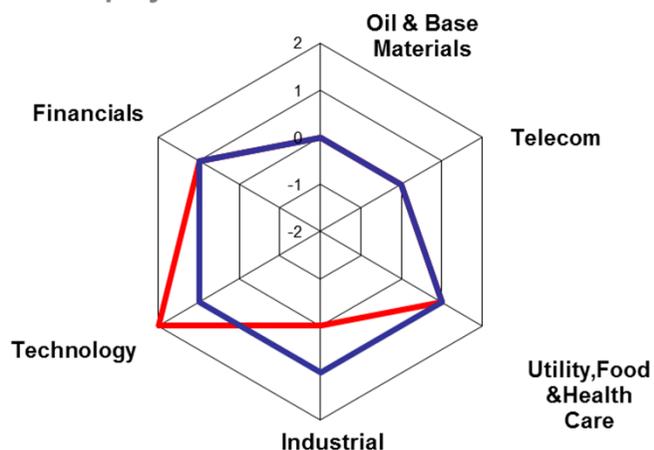
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

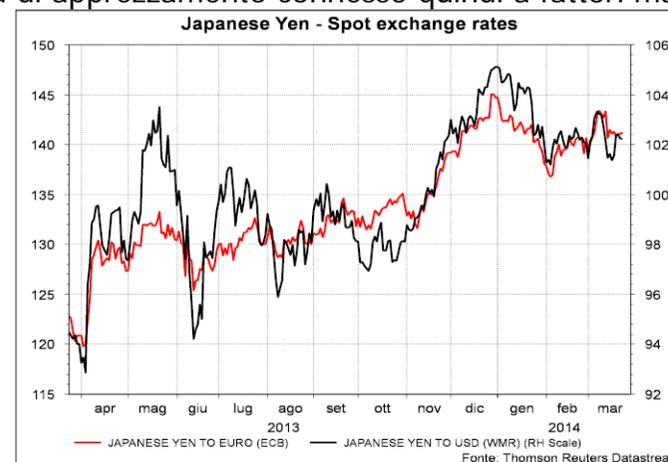
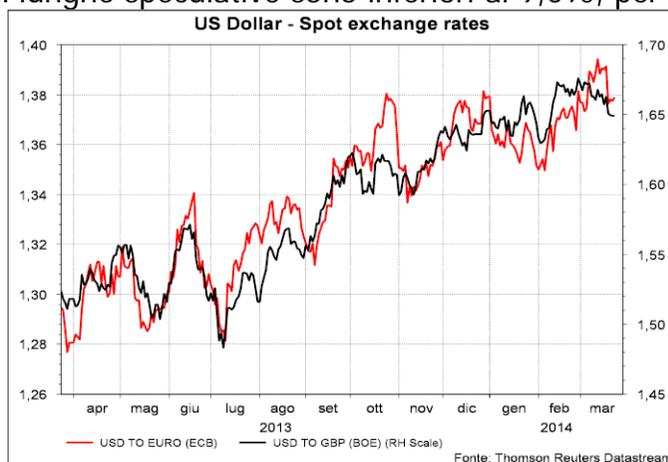


Abbiamo rivisto le posizioni tattiche sui mercati principali, riducendo il peso di UK ed EMU, più esposti ai potenziali effetti delle sanzioni alla Russia ed al rallentamento dell'economia in Cina. Resta relativamente isolata la Svizzera, che esprime valutazioni attraenti nei settori Pharma e Food. Rimane sottopesato il complesso degli EM, mentre il Giappone è stato mantenuto «neutrale» grazie a prospettive di utile migliori del consenso. L'ottimismo della FED sul ciclo ci ha indotto a rafforzare l'esposizione in USA, che ha il vantaggio di un'equilibrata distribuzione dei settori: nel farlo preferiamo accumulare nel comparto industriale, riducendo selettivamente le tecnologie.

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

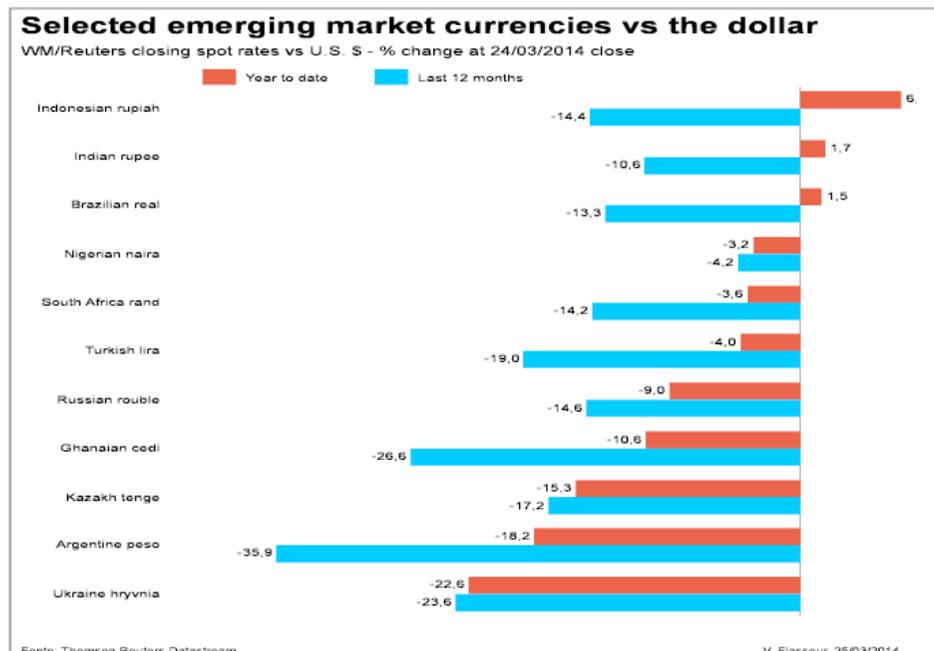
La crisi in Crimea e le possibili conseguenze geopolitiche, e il significativo rallentamento della crescita in Cina sono stati gli elementi caratterizzanti il mercato FX. Ad essi si sono sommate le preoccupazioni per l'evoluzione del quadro in Giappone, caratterizzato da un sostanziale indebolimento della bilancia esterna nonostante il crollo del valore di mercato del JPY, e il rapido aumento dei tassi a breve benchmark a seguito delle proiezioni della FED, che indicano un processo di normalizzazione della politica convenzionale più rapido del previsto. Al peggioramento delle prospettive domestiche, la PBoC ha reagito allargando la banda di oscillazione giornaliera dello Yuan dal +/- 1% al +/-2%, con ciò segnalando la volontà di utilizzare una graduale svalutazione del cambio per compensare l'irrigidimento creditizio in corso. IL JPY non ha accentuato la caduta, ma la mossa cinese e la necessità di garantire il target di inflazione da parte della BoJ inducono a ritenere probabile un graduale deprezzamento del cambio nel futuro prevedibile. Sia pure non mostrando incrementi di volatilità di breve periodo, il rialzo dei tassi a termine USA, più accentuato di quello implicito nei contratti FWD della altre major, ha condotto ad un rapido apprezzamento del USD, a dimostrazione che i differenziali di tasso – corretti per il rischio – sono in effetti il più importante driver del mercato FX in questa fase. Con la BCE che dovrebbe riuscire a tenere ancorate le aspettative sui tassi monetari, a fronte di uno scenario che punta ad una flessione del CPI nel breve ma ad un rialzo verso il target a medio termine, riteniamo che gli spazi di apprezzamento dell'EUR siano di fatto esauriti. GBP è supportata dalle aspettative di business e da bassi livelli di inflazione, che danno fiato a politiche monetarie accomodanti; le posizioni lunghe speculative sono inferiori al 9,0%, per un trend di apprezzamento connesso quindi a fattori macro.



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: EM currencies

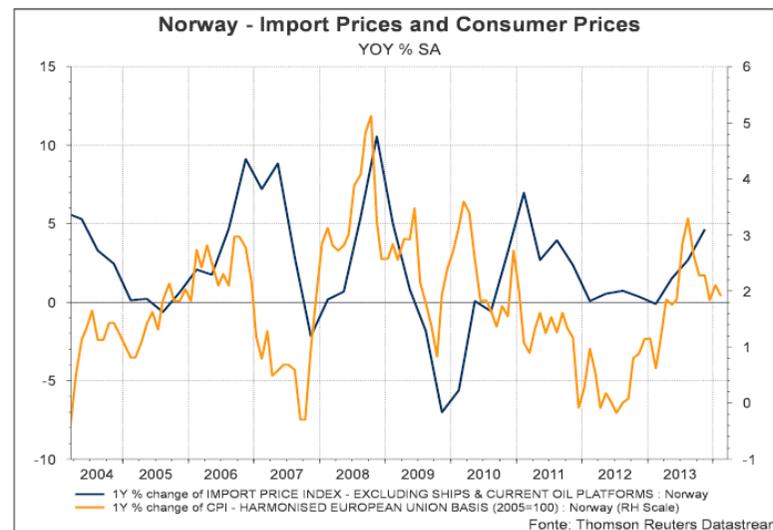
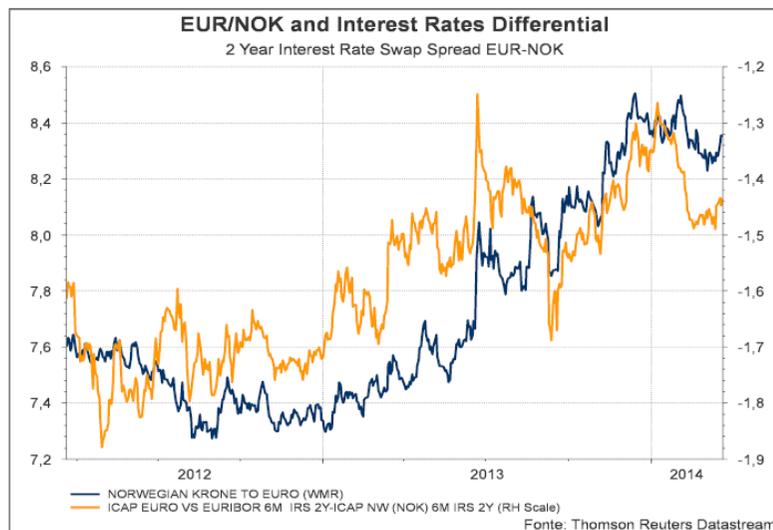
Per quanto riguarda le divise EM, negli ultimi 12 mesi sono stati soprattutto gli squilibri delle partite correnti a determinare l'intensità dei flussi di capitale in uscita, che hanno poi provocato deprezzamenti più o meno accentuati nei confronti del USD: le cinque divise guida del complesso (IDR, INR, BRL, TRY, ZAR) contro USD hanno perso in media il 15% da maggio 2013, ma il Peso (ARS) ha sperimentato perdite del 36% nello stesso periodo. Dall'inizio dell'anno solo tre tassi di cambio hanno fatto eccezione alla continuità delle flessioni, INR, IDR e BRL, con la prima che ha beneficiato di una significativa flessione dei premi al rischio impliciti nei CDS. Nel valutare la possibile evoluzione di questo comparto – contro il quale manteniamo un basket selettivo «long USD» - occorre identificare l'evoluzione di tre drivers principali: 1) gli spazi e i tempi di miglioramento delle partite correnti; 2) il sostegno di politiche monetarie restrittive e di elevati tassi di policy (carry); 3) la valutazione di mercato – relativa e assoluta – delle divise EM. Aggiustamenti del conto corrente della BoP sono in corso in India, con effetti nella dimensione delle riserve, mentre ha fatto segnare un surplus la bilancia commerciale in Indonesia in febbraio. Lo stesso dato ha mostrato sintomi di sostanziale azzeramento del deficit in Brasile, Turchia e Sud Africa, nel primo caso puntando ad un trend più costruttivo nel futuro prevedibile. Un elevato carry, connesso a politiche monetarie rigide nei principali EM, è fattore di attrazione per molte divise (i rendimenti a 3 mesi FWD sono compresi fra l'11,5% della TRY ed il 5,9% della IDR), ma al contempo deve essere corretto per i premi di rischio impliciti in un quadro di aggiustamento macro che potrebbe richiedere un tasso di cambio ancora debole. Alcune di queste divise, infine, sono evidentemente «cheap» sulla base di valutazioni storiche e econometriche, benché tenendo conto dei parametri evidenziati, solo IDR e INR potrebbero continuare il recupero.



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.

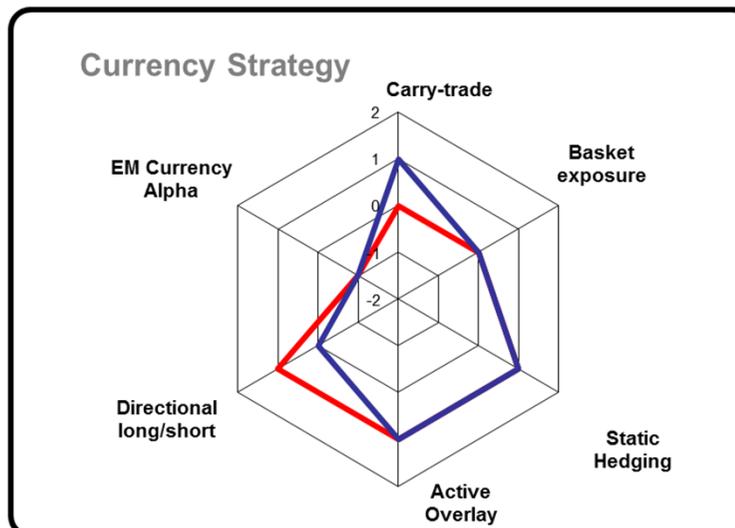
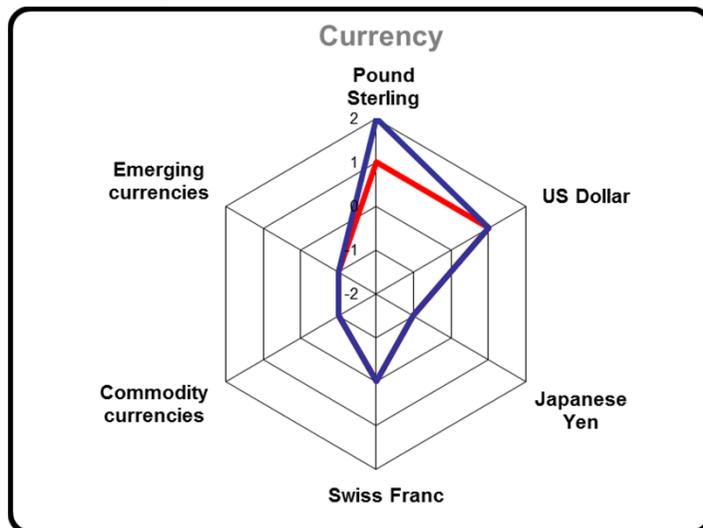
# FX Markets: focus NOK

L'economia in Norvegia sta gradualmente recuperando un tasso di crescita in linea con le attese delle autorità (GDP al +2,0%), dopo che per tutto il 2013 aveva sperimentato una dinamica ciclica insoddisfacente. Gli indicatori congiunturali puntano ad ulteriori recuperi, con la produzione manifatturiera che si è attestata al +2,8% in gennaio, e l'indice PMI che si mantiene ben al di sopra dei 50 punti (che separano la contrazione dall'espansione economica) dall'estate dello scorso anno. La disoccupazione si è stabilizzata poco al di sotto del 3,0%. Le ultime due letture relative all'inflazione di fondo segnalano un incremento annuo del +2,4%, in linea con il livello target della Banca Centrale; i prezzi dell'import al rialzo anticipano ancora moderate tensioni ai livelli finali dell'inflazione, ma il graduale venir meno degli effetti dell'indebolimento del cambio realizzatosi nel 2013 potrebbe ricondurre la «core inflation» intorno al 2,0%-2,2% entro fine anno. Tenuto conto che molte banche centrali sono impegnate nel contrasto della deflazione, un quadro di prezzi stabile e di aspettative ancorate in Norvegia potrà consentire al NOK di apprezzarsi gradualmente: in particolare, una politica monetaria accomodante nell'Eurozona si confronterà con una sostanziale stabilità da parte della Norges Bank, spingendo il cambio a ridosso di quota 8,0 per EUR nell'arco di 9-12 mesi. Nel breve, preoccupa il rapido accumulo di posizioni «net long» su EUR/NOK, un fatto che ci fa essere più pessimisti sulla possibilità che già nel breve la corona possa intaccare il livello di 8,2 per EUR.



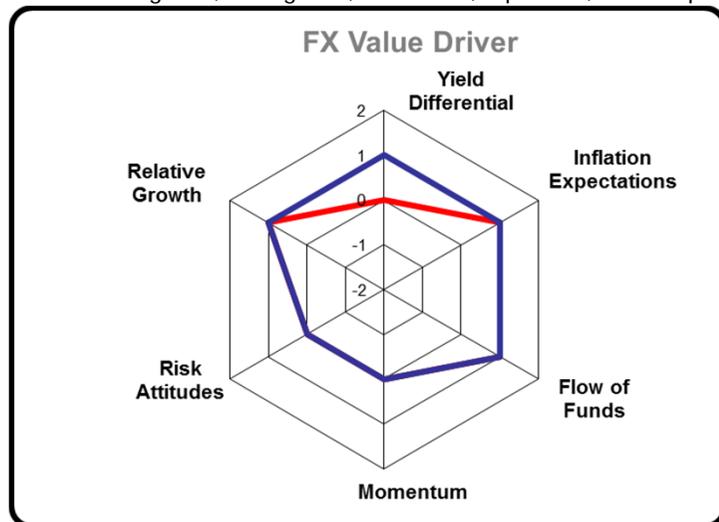
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

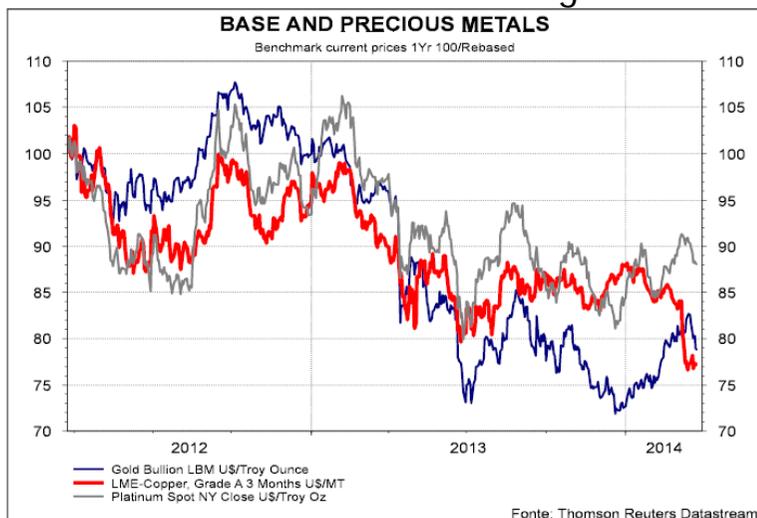


Accumuliamo GBP a breve contro tutte le majors, e montiamo con più gradualità posizioni direzionali «long USD». Su JPY la posizione è «*net short*», a causa delle avverse condizioni competitive, peggiorate dopo l'ampliamento della banda dello Yuan. USD è la divisa preferita nei basket «AUD, CAD, JPY, EMs». Abbiamo ridotto le operazioni direzionali tattiche, sostituite con operazioni carry-trade «short JPY». Bassi livelli di volatilità suggeriscono operazioni di copertura strategiche, in questa fase favorite da costi contenuti. Il gioco fra differenziali di interesse reali e aspettative di inflazione amplia la volatilità e gli spazi di trading.

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

# Commodity Markets

Come avevamo anticipato nel precedente rapporto, le commodity hanno in genere perduto i guadagni realizzati in febbraio, nonostante siano emersi fattori di rischio imprevedibili (la crisi Ucraina) e in grado potenzialmente di impattare su gran parte del comparto. Nel primo quarto dell'anno, con la sola eccezione di rame e acciaio, sono state a nostro parere le condizioni meteo estreme a condizionare gli andamenti delle commodity. In particolare, gas naturale e gasolio per riscaldamento hanno registrato picchi di volatilità anomali nell'emisfero Nord. I prezzi del mais sono saliti a causa della maggiore domanda di mangimi animali. I grani hanno trovato sostegno nei possibili danni alle semine, nell'aumento dei rischi in Ucraina e Russia (fra i maggiori produttori globali) e nella eccezionale siccità che ha colpito alcuni stati USA e ampie coltivazioni in Sud America. Il bestiame ha visto lievitare i prezzi a causa del rallentamento del peso dei capi (legato alla stagione fredda) e delle crescenti difficoltà di trasporto. La benzina e i distillati sono scesi perché sono diminuiti i viaggi. Ed infine, la siccità ha provocato danni rilevanti alle colture di caffè in Centro e Sud America. Oro e argento si sono indeboliti, in scia a tensioni controllate negli EM.



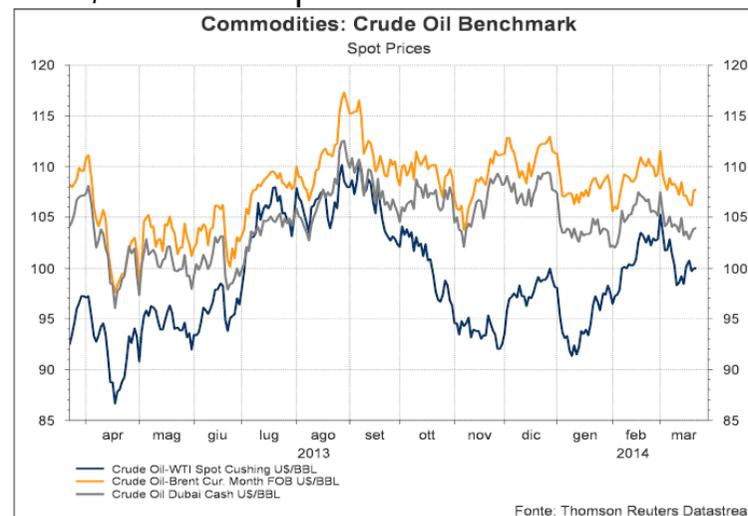
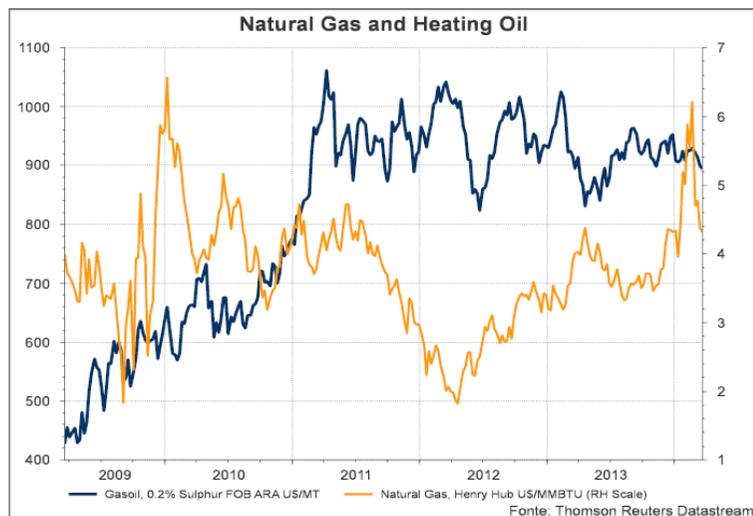
GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	week%	month%	2014ytd%	2013final%
<b>S&amp;P GSCI Commodity</b>	<b>-0,46%</b>	<b>-1,50%</b>	1,39%	<b>-2,21%</b>
S&P GSCI Energy	-0,38%	-3,41%	-1,39%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	0,00%	-5,02%	-6,63%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	0,07%	9,00%	18,13%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	-0,72%	6,08%	13,13%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	-3,38%	-0,07%	10,33%	-29,31%

Fonte: Datastream - dati al 21 03 2014

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

# Focus: la crisi Ucraina e il Petrolio

La crisi in Ucraina ha fino ad oggi avuto un impatto limitato sui prezzi del petrolio e più in generale dell'energia. L'evidente possibilità che gli Stati Uniti possano nell'arco di pochi anni diventare esportatore netto di prodotti grezzi e di gas ha consentito di contenere la volatilità sulla parte lunga della curva dei prezzi, mentre nel breve la diminuzione della domanda netta di energia dai paesi emergenti ha limitato gli impatti sui prezzi spot. In tale contesto è evidente che solo un fattore eccezionale, come più severe sanzioni alla Russia, potrebbe provocare un rialzo accentuato dei prezzi: è un evento che giudichiamo improbabile, alla luce del fatto che l'Europa rappresenta il maggior cliente di Mosca, che vi esporta il 57% dei prodotti grezzi e raffinati, pari al 44% del suo fabbisogno netto. L'Europa ha quindi bisogno del petrolio russo per quanto la Russia ha bisogno dei flussi di pagamento dell'Europa per quelle forniture. Se escludiamo l'instaurarsi di bolle speculative sul comparto «Oil & Gas», nel Q2-14 ci attendiamo un calo significativo dei prezzi: premeranno al ribasso l'avvio delle operazioni di manutenzione delle grandi raffinerie (che riduce la domanda), l'evidenza di scorte ormai vicine ai massimi della capacità, e un clima più mite nell'emisfero Nord.



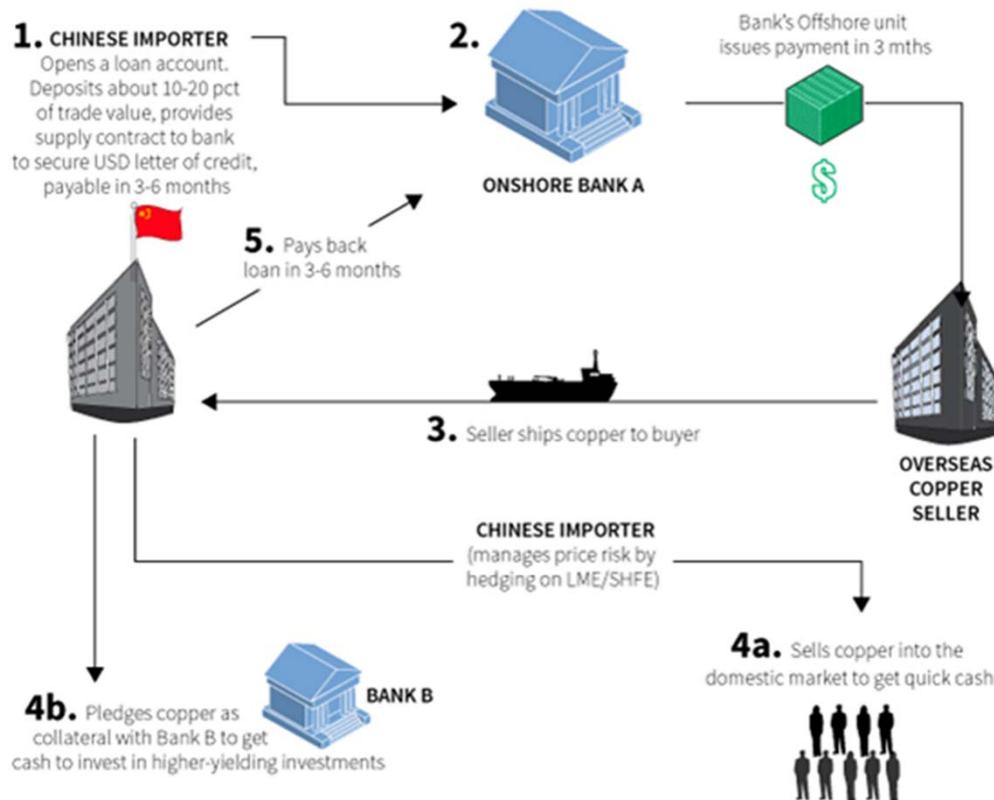
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

# Focus: Copper Market and CCFDs

La caduta del prezzo del Rame è direttamente connessa ai cosiddetti «China Commodity Financing Deals». Si tratta di un meccanismo che consente al paese di approvvigionarsi di valuta estera a basso costo, usando come collaterale alcune materie prime, in particolare – come risulta dalle statistiche dei depositanti locali – Rame e Acciaio. Il meccanismo opera attraverso l'intervento dello «shadow banking system», e nella fase di accumulo sostiene i prezzi a pronti delle commodity, che devono essere fisicamente consegnate al depositante accentrato. La combinazione di restrizioni sul credito e di possibili svalutazioni dello Yuan possono condurre alla chiusura delle CCFDs, e ad eccessi di offerta sul mercato fisico, che potranno deprimere i prezzi a pronti e sostenere i prezzi futures.

## Simple copper financing

Loans are made to manufacturers and processors on the basis of goods or commodities held in trust as collateral for the loans.



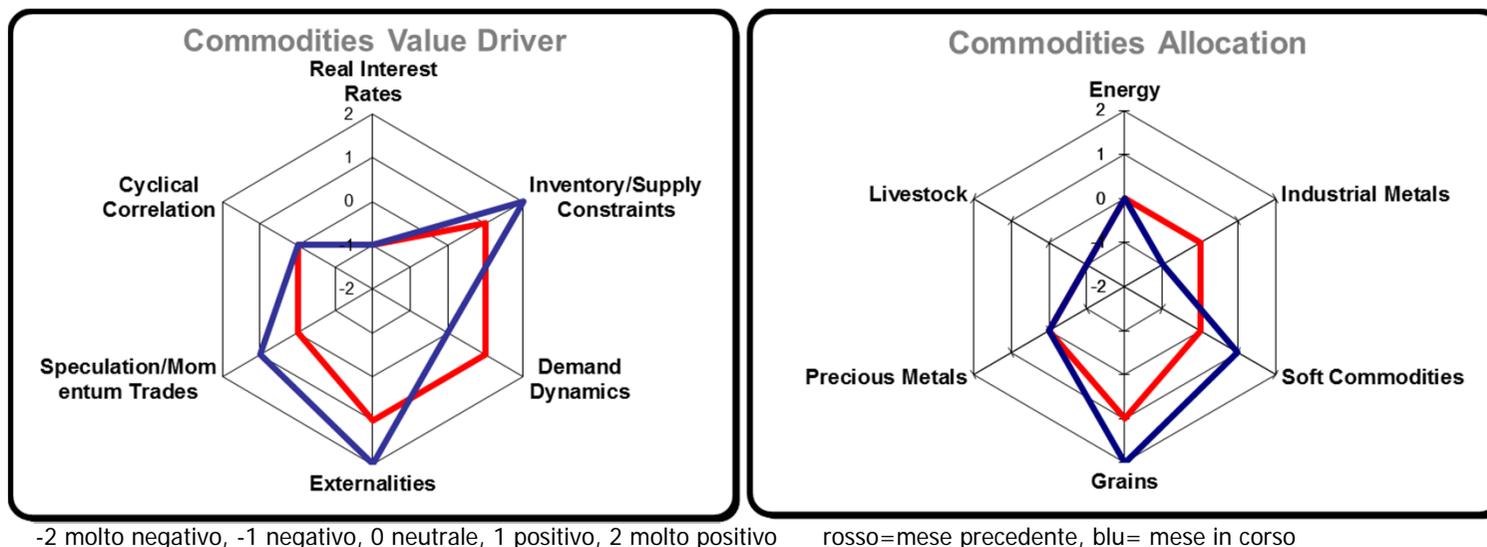
Source: Industry

C.Trevisan 05/07/2013

REUTERS

# Commodity Markets: strategia

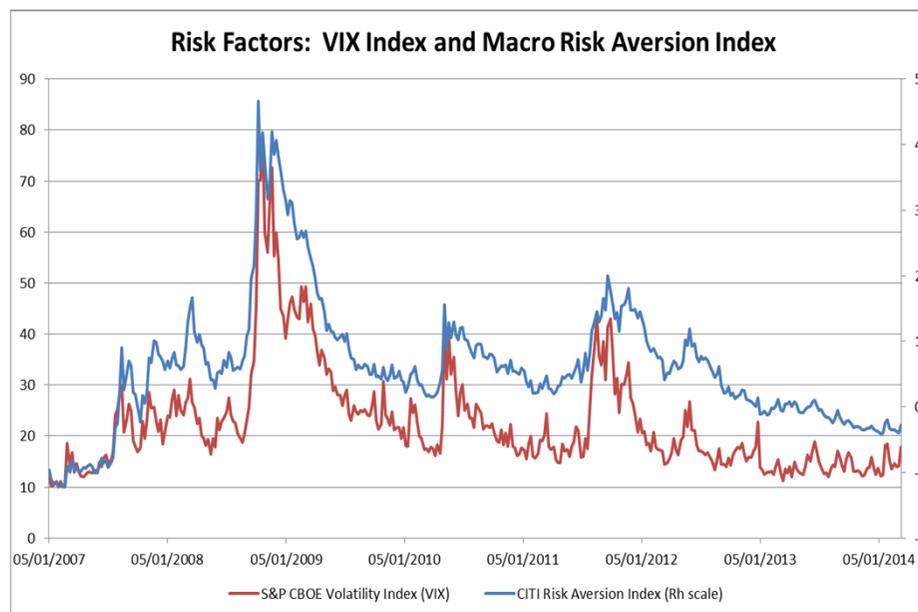
Il graduale rilassamento dei fattori che hanno condotto al rialzo alcune commodity nel primo bimestre dell'anno rafforza la nostra cautela verso il comparto, per il quale suggeriamo un sostanziale sottopeso nel prosieguo dell'anno. In particolare l'Oro potrà essere penalizzato dal probabile rialzo dei tassi di interesse reali e da una progressiva ripresa del dollaro, mentre l'Acciaio e il Rame risentiranno dell'incremento dell'offerta connessa anche al drenaggio delle operazioni CCFDs in Cina. Le esternalità giocheranno un peso significativo nelle strategie tematiche: in tal senso la possibile estensione delle operazioni militari russe al confine est dell'Ucraina potrà costituire fattore di volatilità additiva nei comparti Energia e Agricole, non tanto perché siano a rischio le operazioni di imbarco dei cereali o l'utilizzo dei gasdotti, ma perché eventuali appesantimenti delle programmate sanzioni alla Russia potranno scatenare ritorsioni che inevitabilmente si rifletterebbero nel costo dell'energia, riducendone le forniture. L'accumulo di posizioni speculative tiene conto dei fondamentali: il Mais è sostenuto dalla domanda di mangimi e dalle deboli condizioni di offerta, Platino e Palladio dai bassi livelli di scorte.



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 marzo i listini azionari hanno sperimentato una significativa rotazione geografica, che ha favorito USA e Canada. Milano si è confermata la migliore piazza (+3,7% mensile), sostenuta dal favore con il quale è stato accolto il nuovo esecutivo, mentre Tokyo e Hong Kong hanno continuato ad accumulare perdite (-4,3% e -5,0%), a causa della diffusa esposizione all'aggiustamento degli EM e della Cina in particolare. Gli indici di avversione globali sono peggiorati: la crisi in Crimea e le incertezze sulla evoluzione del quadro in Cina pesano sulle scelte: gli investitori hanno aumentato la selettività, scartando i mercati dove ai fattori globali si sommano rischi locali (DAX). La ricomposizione dei portafogli verso la protezione è stata selettiva, e ciò spiega l'incremento della volatilità dei governativi di migliore qualità. Rimane bassa la volatilità del FX: domandate CHF, GBP e USD, in un mercato che è in grado di assorbire gli eccessi.

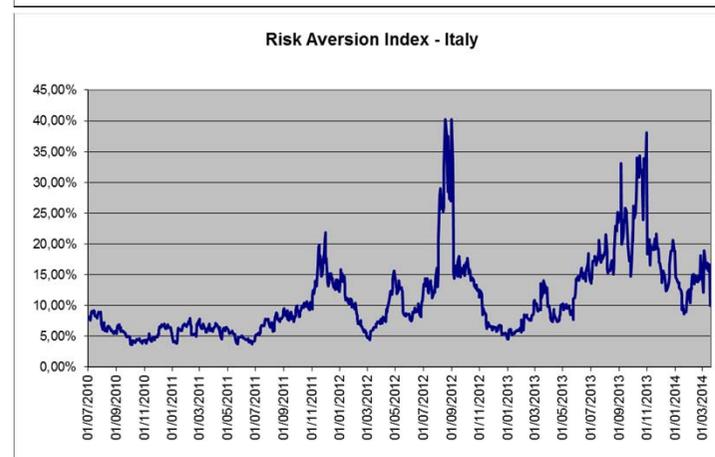
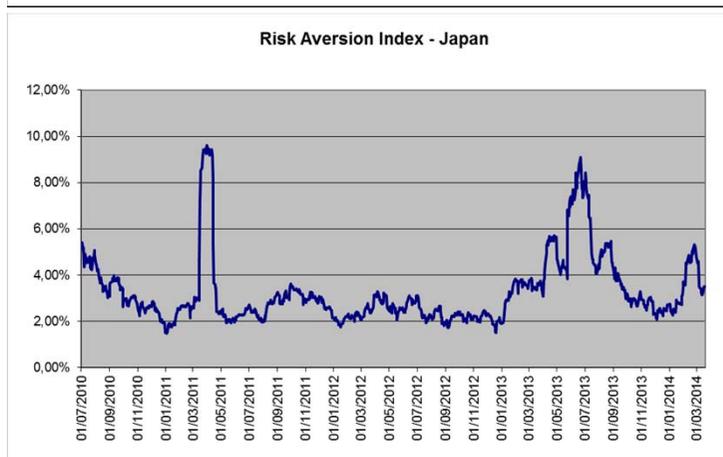
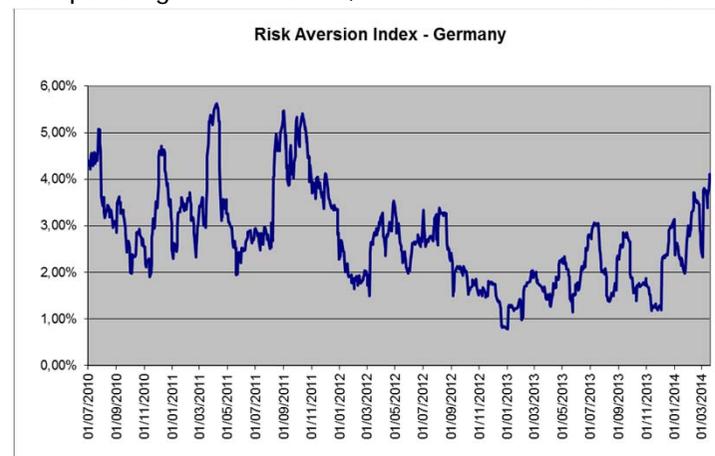


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	January	February	March	January	February	March	January	February	March
<b>USA</b>	24,97	22,39	27,03	11,73	14,66	10,13	-	-	-
<b>Brazil</b>	17,32	14,11	22,53	18,76	21,99	19,26	10,29	12,76	10,85
<b>Mexico</b>	11,78	13,06	17,04	14,15	14,20	15,71	8,53	9,96	7,40
<b>UK</b>	21,71	20,45	23,53	9,92	9,38	12,28	6,62	6,13	3,68
<b>France</b>	18,55	22,46	29,23	14,71	10,76	17,73	6,61	5,21	6,13
<b>Germany</b>	23,21	30,03	39,32	15,38	12,48	21,43	6,61	5,21	6,13
<b>Italy</b>	18,67	16,10	17,65	14,44	15,99	22,82	6,61	5,21	6,13
<b>Japan</b>	36,96	23,27	25,69	23,64	33,02	23,63	9,03	7,13	7,08
<b>Australia</b>	19,83	19,96	20,27	9,78	12,79	9,67	9,91	9,37	8,22
<b>Canada</b>	24,65	26,02	23,53	9,21	10,26	5,29	6,52	5,51	7,19

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

# Attitudini degli investitori verso il rischio

Nel mese di marzo gli investitori hanno adottato comportamenti più riflessivi, a fronte di un quadro esterno caratterizzato da dinamiche macroeconomiche mediamente più deboli e dalla emersione di fattori di rischio i cui esiti non sono interamente prevedibili. Le attitudini verso il rischio si sono pertanto differenziate, incorporando elementi di valutazione locali più che globali: in Italia, gli annunci di riforma e di possibili innovazioni nella politica economica hanno prodotto una diminuzione dei livelli di avversione al rischio, che hanno sostenuto il mercato azionario. I RAI in USA e Giappone sono calati vistosamente dopo i picchi di febbraio, ancorché i listini locali ne abbiano tratto limitati vantaggi. Al rialzo il RAI in Germania, sovraesposta agli eventi ucraini, con il DAX in ulteriore 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.

# Le macro view

- Il quadro macro si è deteriorato nella prima parte dell'anno: all'aggiustamento dei paesi emergenti si è affiancato un diffuso rallentamento della crescita economica in Cina e negli USA, una marcata volatilità del ciclo in Giappone ed una ripresa dell'Eurozona ancora debole e frammentata.
- Un atteggiamento meno accomodante della FED sul futuro passo della normalizzazione, e l'ambiguità della BCE nel contrasto dei rischi di deflazione hanno generato incertezza sui mercati.
- La crisi Ucraina ed il conseguente rischio di sanzioni alla Russia hanno costituito un fattore di volatilità additivo, che ha indotto scelte di investimento decisamente più conservative.
- Lo scenario di base si è in parte modificato: la crescita nei paesi avanzati si rafforzerà nella seconda parte dell'anno, nell'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione. Il GDP registrerà dinamiche più compresse e livelli coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziiale. L'assenza di rischi di inflazione manterrà bassi i premi al rischio sulle curve benchmark a lungo termine, ma aprirà spazi di arbitraggio sulla «term structure», con crescenti difficoltà di controllo per le banche centrali.
- L'aggiustamento necessario al riassorbimento degli squilibri nei paesi emergenti continuerà, ma i tempi stimati per la conclusione di questa fase si sono allungati, perché il rallentamento in Cina è più profondo ed avrà effetti persistenti sull'interscambio globale e sul mercato delle commodity.
- Cicli di politica monetaria non coordinati, e differenti traiettorie delle variabili osservate dalle Autorità principali potranno far emergere frequenti episodi di volatilità sui mercati finanziari, che potranno essere di breve durata. Più incerto l'effetto della restrizione operata dalle BC degli EM.
- La view sull'Eurozona è più bilanciata, vista la maggiore esposizione ai rischi «Ucraina/Russia» e l'imbutto decisionale nel quale opera la BCE, stretta fra l'apprezzamento dell'Euro e le pressioni deflazionistiche. La view sugli USA è più equilibrata, riteniamo che l'economia sia avviata su un sentiero di crescita più maturo dei competitors, che induce a scelte più orientate verso i ciclici.

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

- Il quadro macroeconomico segnala una pausa nelle tendenze di fondo dei mercati, con l'Equity DM, i Corporate HY e i Convertibles che potrebbero assumere andamenti laterali e/o sperimentare brevi fasi di correzione. Un portafoglio più bilanciato sembra una risposta coerente al mutato quadro dei fondamentali.
- Nel Q2-14 potrebbe prevalere un'allocazione opportunistica, basata sulla selezione dei fattori di rischio piuttosto che sull'ottimizzazione. Riteniamo pienamente incorporato nei prezzi e nelle aspettative lo scenario macro, e pertanto la ricerca di rendimento si baserà su temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili.
- Ci attendiamo in tale contesto andamenti mediamente piatti o più deboli delle grandi classi di attività correlate con uno scenario macro meno ottimistico (bassa volatilità sistemica), e più instabilità locale connessa alla prevalenza di posizioni tematiche tattiche, direzionali, di arbitraggio o relative value (alta volatilità idiosincrica). L'attività di allocazione sarà pertanto decisamente più complessa, le sostituzioni di portafoglio più frequenti.
- In un quadro di investimento meno sostenuto dai driver di fondo del valore, l'Equity DM comincia a segnalare la prevalenza di valutazioni «fair». Nel passaggio a strategie selettive, suggeriamo un incremento del peso degli USA, accompagnato da una rotazione settoriale verso gli industriali: il paese è più isolato dagli shock esterni e più avanti nel ciclo, che peraltro comincia a mostrare i sintomi di una sostanziale maturità (vedi comunicato FED). Riduciamo EMU e UK, entrambi sovraesposti alle incertezze di policy ed alla crisi di Cina e Ucraina.
- L'annuncio della FED ha prodotto un immediato rialzo dei tassi benchmark, più accentuato nel segmento 2-5Yr. Anche i tassi a termine impliciti segnalano la continuazione dell'aggiustamento, su livelli di cointegrazione che lasciano poco spazio alla diversificazione geografica fra i «core». Preferiamo i periferici EMU nella parte lunga.
- Vediamo spazi di rialzo per USD contro EM e Commodity CCY, anche se meno accentuati, e per GBP contro tutte le major. L'EUR rimane sostenuto dai differenziali reali contro USD, deboli JPY e CNY (effetto banda al +/-2%).
- C'è meno spazio a breve per i Convertibles, visto l'andamento più riflessivo dell'Equity. Si sono compressi gli spazi per i Corporate HY, dopo le recenti flessioni dello spread. Un carry relativamente migliore li fa scartare contro alcuni emittenti sovrani EM, ma noi preferiamo selettivamente i Corp IG (BBB-/BBB, Financials, USA ed EMU).
- Sulle Commodity vediamo spazi selettivi sul Mais, sul Caffè, sul Palladio e sul Platino.
- Vediamo la persistenza di rischi nei mercati EM Corporate ed Equity; occasioni selettive sui Sovrani EM.

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

# 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	--	-	STRUCTURED & CONVERTIBLES	=	+
EM - LATAM	--	-	<b>FOREIGN EXCHANGE (Euro 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 CURRENCIES	--	-
EUROPE - OTHERS	=	+	<b>COMMODITIES (GSCI indices)</b>		
EMU (ITALY & SPAIN)	=	+	GRAINS	++	+
EMU (OTHER NON CORE)	+	=	SOFT COM. & LIVESTOCK	+	=
CEEMEA	-	=	ENERGY	=	=
SOVEREIGN EM	-	-	INDUSTRIAL	-	+
SUPRANATIONAL	+	+	PRECIOUS METALS	-	-

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

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