

Marzo 2016



Global Investments Outlook



The Chief Strategist Overview

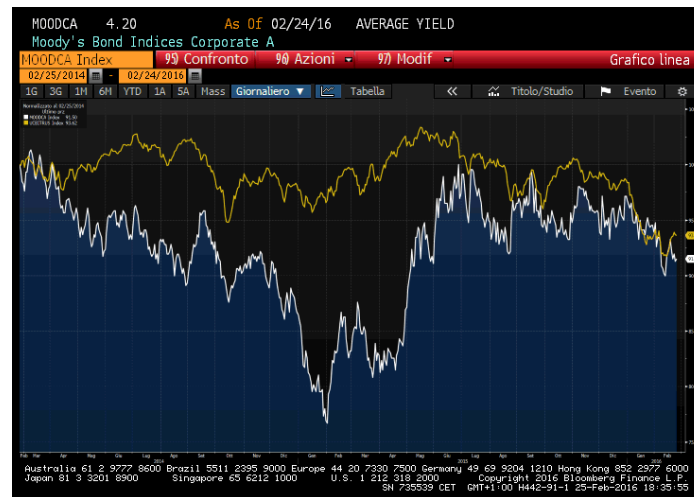
Le macro view

- Con un news-flow deludente nelle principali aree e nel complesso dei BRIC (Brasile, Russia e Indonesia sono in recessione), e limitati incrementi del tasso di crescita nell'Eurozona (+1,5% nel 2015 e +1,2% nel 2016), **vi sono evidenze crescenti di un ciclo recessivo e in fase.**
- Preoccupa il fatto che, dati i livelli di produttività e un debole ciclo di investimenti, UK e USA siano di fatto già attestati sui livelli dell'output potenziale post crisi (+2,0% circa) e che ciò possa indurre un'accentuata divaricazione delle politiche monetarie e diffusa volatilità dei tassi di cambio.
- Le banche centrali hanno perduto forza sulle aspettative, benché i livelli di accomodamento non siano mai stati così ampi; la liquidità continua a limitare i livelli di avversione al rischio.
- Lo scenario conferma che la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni, benché i rischi al ribasso per l'inflazione di medio termine siano diminuiti. Riteniamo ancora troppo ottimista il consenso su tutto il complesso dei paesi G7, e confermiamo che il GDP registrerà dinamiche coerenti con un tasso di sviluppo sub-potenziare, con la domanda aggregata in graduale ricomposizione. Il debole profilo della crescita e dell'inflazione suggerisce un aumento della volatilità macroeconomica, accentuando per le banche centrali le problematiche di controllo del meccanismo di «trasmissione» e più in generale e dell'efficacia dell'azione di politica monetaria.
- Negli EM l'aggiustamento è interrotto, la crisi si sta ampliando a causa della fine del ciclo creditizio.
- C'è un rinnovato impegno delle banche centrali a mantenere un «easing bias», ma esso è motivato dai rischi di recessione e di crisi sistemica latente, e contribuisce a rendere instabili i mercati.
- E' complicato immaginare che rimanga sotto controllo l'instabilità macroeconomica, dal momento che le residue divergenze delle politiche monetarie ed una loro sostanziale inefficacia prospettica potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo ampie e frequenti correzioni.

MSCI Equity EM & DM



Corporate & Convertibles



Commodity Index



Sovereign Benchmark



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.

Il mese di marzo ha registrato un recupero accentuato dei mercati finanziari, senza distinzione evidente fra le diverse classi di attività:

- lievi segnali di stabilizzazione in alcuni settori produttivi in Cina hanno indotto un rialzo delle materie prime sensibili al manifatturiero (energia e metalli);
- un atteggiamento più cauto da parte della FED in ordine al previsto aumento dei tassi nel corso del 2016 ha indebolito il dollaro, ridotto le tensioni sul front-end della curva USA e dato l'avvio ad una significativa ripresa dei corsi azionari della gran parte degli EM;
- la manovra espansiva operata dalla BCE, dimensionalmente e quantitativamente imponente, ha contribuito ad allentare le tensioni latenti sui mercati internazionali, completando con una flessione della volatilità sistemica la graduale demolizione delle posizioni «long USD-short EM&Commodity currency basket» e alimentando una nuova riduzione dei rendimenti e degli spread creditizi.

Tutto bene dunque, tutto risolto? Già passata la paura di una crisi di ampia portata, con effetti domino che non avrebbero potuto essere contrastati da «munizioni» ormai bagnate delle autorità monetarie globali? E' bastato un G20 come al solito deludente per far passare la paura?

Riteniamo che in un senso o nell'altro, gli investitori tendano come sempre ad esagerare un momento di mercato, nel tentativo di mettere quanto più fieno in cascina dopo un avvio di 2016 molto deludente.

E' compito dello strategist cercare di fare pulizia nei rumori di mercato, e cercare di interpretare i fattori di rischio alla luce principalmente dei dati macro più robusti. E questi al momento non confermano l'ottimismo che traspare dalle dinamiche recenti delle attività. Per cercare una bussola nelle turbolenze presenti, approfondiamo cinque temi: produttività a GDP, politiche monetarie, rialzo dell'equity degli EM, recupero delle commodity, aspettative sui governativi e sul credito (rendimenti e spread).

Produttività, GDP e ciclo globale

I dati di domanda aggregata per macroaree dimostrano che l'economia globale sta rallentando sensibilmente: nel Q4-2015 il GDP mondiale è cresciuto del 2,8% (+1,0% i DM e +1,6% gli EM), nel Q1-2016 la crescita è attesa al +2,9% (+1,5% i DM e +2,1% gli EM). Questo spiega di fatto tre fenomeni osservati su un orizzonte storico più ampio:

1. Spiega la debolezza ed i crolli dei mercati delle attività;
2. Spiega la bassa inflazione/deflazione;
3. Spiega la volatilità macroeconomica e valutaria (con USD forte);
4. Spiega politiche monetarie ultra-espansiva.

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

Da bassa produttività seguono esiti macroeconomici avversi:

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

....segue Produttività, GDP e ciclo globale

.....ma anche effetti microeconomici e di mercato altrettanto negativi:

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

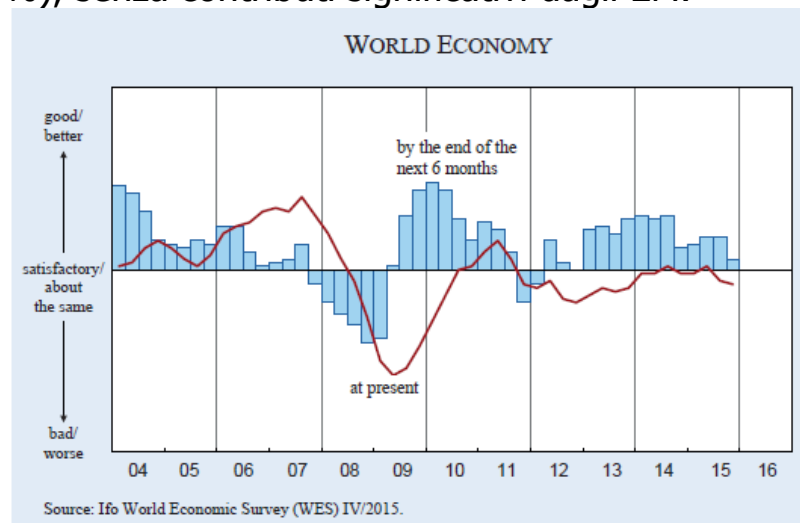
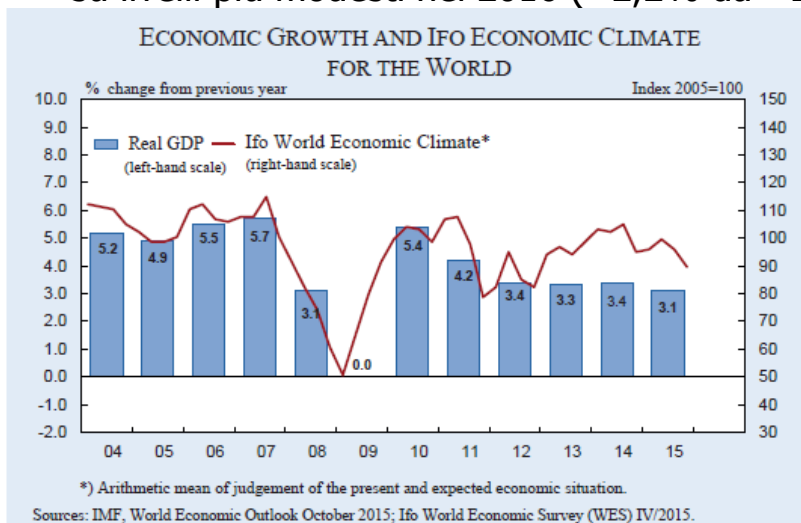
Ci sono quindi, secondo la nostra analisi, fattori di natura strutturale, macro e micro economici, che da un lato rendono i rimbalzi dei prezzi di mercato molto fragili, dall'altro inducono gli investitori istituzionali a perseguire posizionamenti di breve termine (prevalenza della tattica sulla strategia).

Ne consegue che, nel breve termine, incertezza e posizioni scariche fra gli istituzionali creano condizioni per un rimbalzo (è momentum che non si è disposti a perdere, dopo un avvio di anno disastroso per le performance), ma dal punto di vista dei fondamentali economici del valore tale recupero ha scarso spessore, o quanto meno può durare fino a quando la massiccia azione delle banche centrali è sufficientemente omogenea e sufficientemente continua per contenere la volatilità dei mercati, riducendo in tal modo la componente «r» del fattore di sconto dell'uguaglianza sopra stimata.

Gicoforza, finché dura l'abbrivio, Credito e EM Equity troveranno ancora buone performance.

Quadro generale: macro trend

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



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

Le politiche monetarie e i mercati

Al quadro sopra delineato hanno risposto le banche centrali (BCE, FED, BoE, BoJ, Norges Bank, PBoE fra le più importanti), aumentando il grado di accomodamento o comunicando al mercato l'intenzione di prendersi una pausa e/o ripensare l'intera architettura della politica monetaria (assetto strategico, operativo e di comunicazione).

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

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

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

La comunicazione è stata importante, perché ha ridotto le incertezze (connesse alle decisioni prese a dicembre 2015) riducendo le pressioni sulla term structure americana e inducendo un deprezzamento di USD. Ne hanno beneficiato l'equity EM, le commodity (con l'esclusione dei metalli preziosi, visto il calo della instabilità a breve) e le valute EM e Commodity CCY (a causa delle correlazioni inverse con gli asset americani e della chiusura delle posizioni basket e carry «long USD-short EM e Commodity»).

La ripresa degli EM ha radici fondamentali?

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

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

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

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

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

Se assumiamo che molto del movimento positivo di breve abbia origine nelle dosi massicce di farmaci (palliativi?) iniettati nel sistema dalle banche centrali, in assenza di altre politiche e di una svolta nel quadro domestico dei paesi emergenti (a cui non crediamo nel futuro prevedibile), riteniamo che il quadro clinico del paziente resti caratterizzato da instabilità (ora è solo sedato!!!).

....è finito il ciclo ribassista delle commodity?

Tutto il complesso delle commodity è risalito in marzo dai minimi, pur continuando a stazionare sul flessio storico degli ultimi tredici anni.

La ripresa del petrolio e più in generale dei raffinati (ma con l'esclusione del gas naturale, il che dovrebbe già fare da campanello di allarme sulla effettiva forza del rimbalzo) è la causa principale del movimento, mentre è specularmente scontata la sofferenza dei metalli preziosi, vista la diffusa riduzione delle tensioni a seguito delle manovre e delle comunicazioni delle banche centrali.

Inoltre, le correlazioni dinamiche con USD in generale flessione, ancorché non accentuata, sostengono le dinamiche di breve termine (e probabilmente di medio termine) di gran parte delle materie prime.

Sul petrolio hanno giocato certamente a favore della ripresa i colloqui fra Russia e Arabia Saudita per congelare i livelli produttivi ai livelli attuali: il solo fatto dell'annuncio degli incontri in corso ha contribuito ad attenuare le pressioni di natura speculativa, ma al contempo occorre segnalare da un lato che bloccare la produzione non vuol dire ancora ridurla (il gap con la domanda è di circa 2Mil/bbl per giorno in più), e che comunque questo non impedirà all'Iran di entrare sul mercato con almeno 500k/bbl per giorno.

Con un livello di scorte storicamente ai massimi di sempre, e con l'avvio della stagione calda nell'emisfero nord, senza che la bilancia domanda/offerta si sia riequilibrata, le prospettive restano sostanzialmente negative per l'energia e più in generale per i metalli ciclici.

Riteniamo tuttavia che l'attenuazione della volatilità macro e sui mercati Forex (grazie alle banche centrali) possa indurre valutazioni più serene delle commodity, riducendone l'instabilità e facendo recuperare 4-5 USD/bbl al petrolio (WTI). I minimi già sperimentati in febbraio non dovrebbero più materializzarsi, ancorché le posizioni Energia e Metalli Industriali rimangano mediamente UW.

Il credito e i governativi: quale trend?

La decisione aggressivamente espansiva della BCE da un lato, ed il commitment della FED su una traiettoria della eventuale normalizzazione più in linea con i crescenti rischi macro-sistematici, hanno indotto anche un forte rally delle emissioni governative.

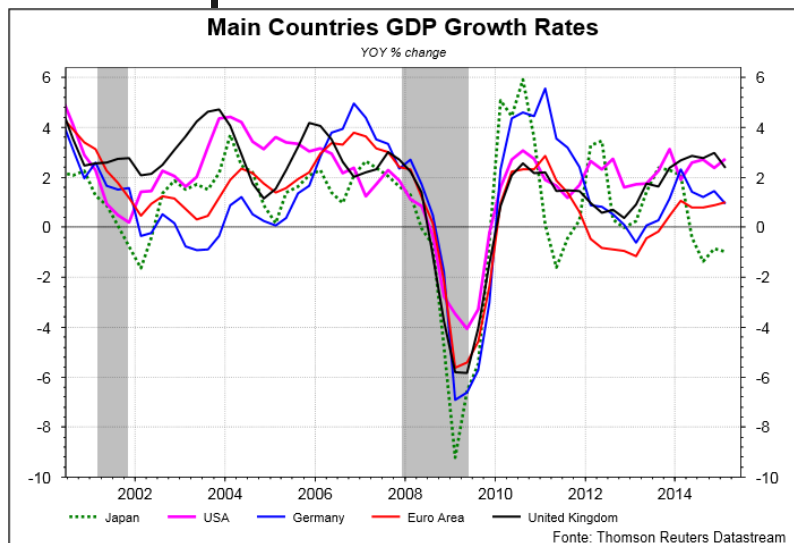
Negli USA la flessione dei cosiddetti «dots» dichiarata da fonte ufficiale àncora il front-end della curva sovrana e riduce i premi di inflazione nella parte lunga, appiattendolo il profilo della term-structure.

In Europa, il massiccio programma di «credit easing» della BCE, realizzato attraverso un incremento qualitativo e quantitativo dell'impegno all'acquisto di carta in Euro, impatterà primariamente sui governativi: 20mld per mese in più (80 complessivi), avendo la stessa banca centrale annunciato che gli acquisti di Corporate Bonds non finanziari inizieranno dopo la metà di giugno, scaricano il compratore di ultima istanza (la BCE) di fatto sui governativi di mercato secondario. A noi piacciono particolarmente i Bonos spagnoli fra gli emittenti (abbiamo osservato significative quantità disponibili sul secondario senza destabilizzare le necessità di utilizzo in garanzia delle MRO), e le scadenze da 8 anni di vita residua in avanti (dal momento che gli YTM sono positivi e gli spread contro Bund ancora relativamente elevati rispetto ad uno scenario che prevede un sostanziale azzaramento dei rischi di default.

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

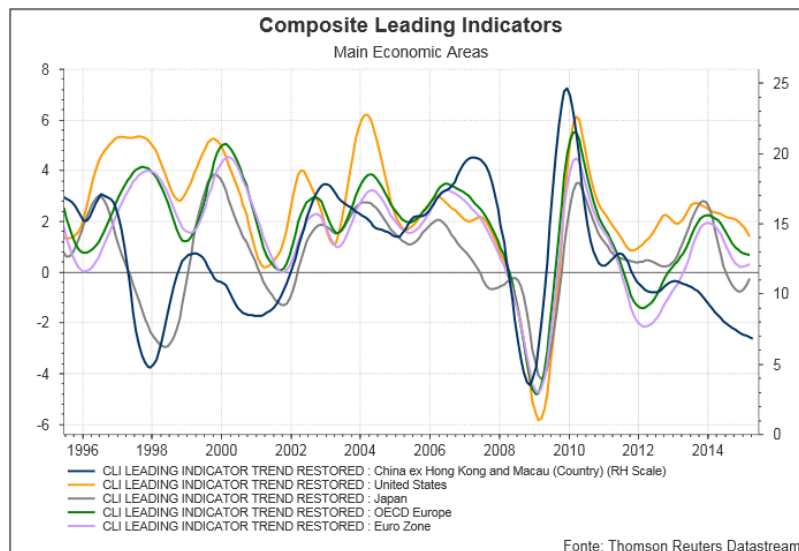
La nostra analisi suggerisce che la classe Credit è quella con il profilo «risk adjusted» migliore, e conseguentemente ha un sovrappeso di circa il 7-8% nel macro-portfolio. Peraltro, la posizione trova supporto in un livello di volatilità che è meno della metà di quello dell'equity.

Scenario macroeconomico globale



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

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



Scenario macroeconomico: le previsioni

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

Per quanto riguarda UK, i dati confermano un minor contributo di reddito e interscambio alla crescita complessiva, entrambi elementi che deprimono i livelli di inflazione attesa. Questi elementi ci hanno suggerito di mantenere un profilo dell'attività più blando in tutto l'orizzonte di previsione, con riflessi di inazione sulla politica della BoE.

La previsione di crescita 2016 del Giappone è peggiorata (+0,7% da +0,8%), a causa della dinamica recessiva in Q4-2015, che ha indebolito le valutazioni sul ciclo delle scorte, sui consumi e sull'interscambio. Sono rimasti deboli gli investimenti fissi. Il trascinamento è sceso al -0,2%, e ciò ci aveva già indotto a peggiorare le stime sul 2015. E' aumentato sensibilmente il rischio che le pressioni competitive sui mercati asiatici e la crisi in Cina possano deprimere il contributo delle partite correnti, specie dopo la accentuata rivalutazione dello Yen nel primo trimestre del 2016.

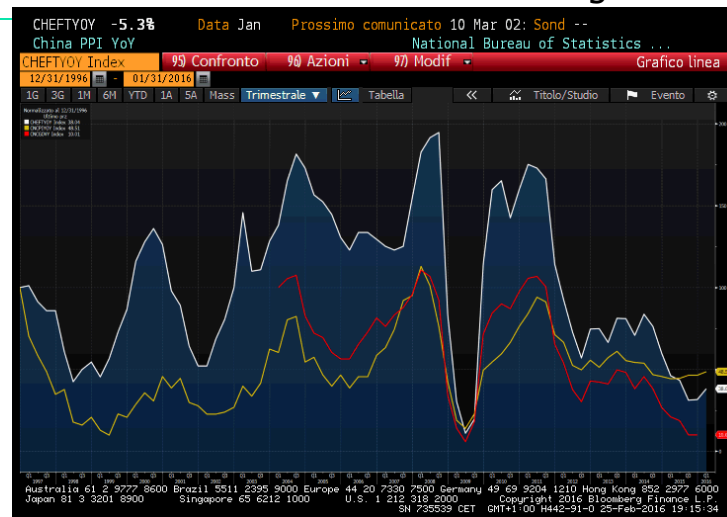
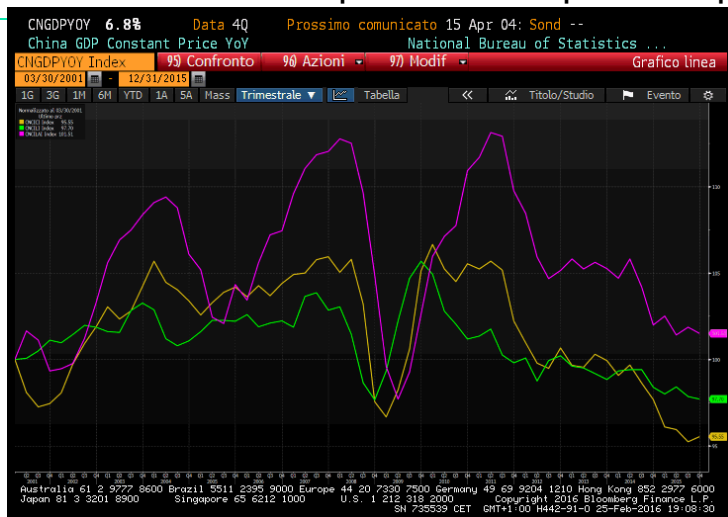
La previsione per l'Eurozona è stabile per il 2015, al +1,5% (un dato uguale al consenso): da un lato ci sono segni di stabilizzazione (in Italia e Spagna in particolare), mentre altri paesi (Germania) risentono delle difficoltà degli EM, Cina Brasile e Russia in modo particolare. La svalutazione dell'Euro e il Quantitative Easing favoriscono un'accelerazione ciclica, ma la disomogeneità dell'ambiente economico e le tensioni geopolitiche potranno ancora creare disturbi ricorrenti. Il 2016 potrà essere ancora un anno di consolidamento (+1,2% da +1,3%), con attese di fatto deluse.

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

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

Scenario macro: Cina

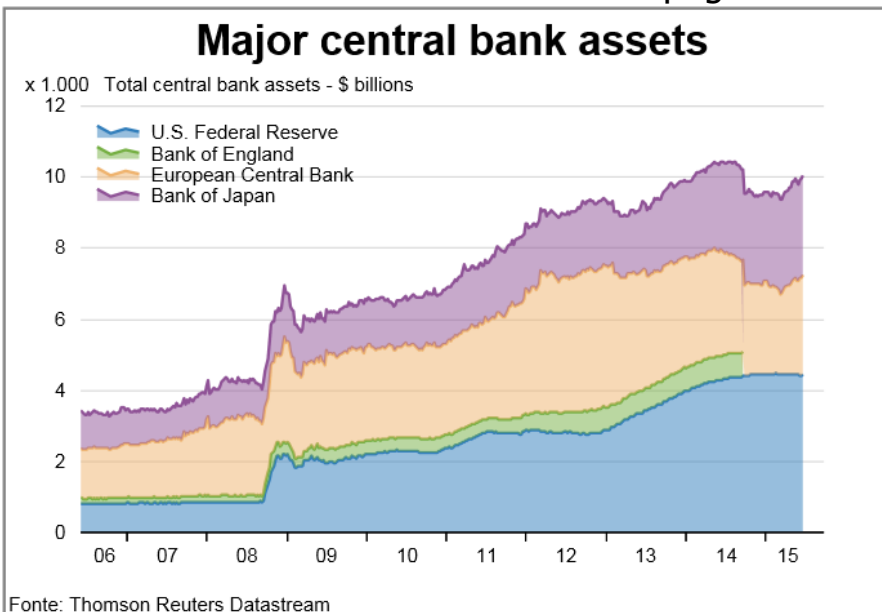
In Cina prosegue la flessione della crescita, con il GDP che in Q4-15 su base tendenziale sarebbe sceso sotto il 6,5% (+6,2%), mentre calcolato SAAR è ormai intorno al 4,8%. Si tratta di un grave deterioramento del quadro economico; per il peso che ormai la Cina riveste nel commercio e nell'output globale, esso è all'origine del rallentamento della crescita mondiale ed in particolare si riflette sulle dinamiche domestiche ed internazionali del complesso dei paesi emergenti e dei relativi tassi di cambio. Da ultimo, tutto il comparto delle commodity industriali e parzialmente quello energia risentono della debolezza del manifatturiero cinese. Le autorità di governo stanno cercando, insieme alla banca centrale, di attenuare gli effetti del passaggio ad una economia che dall'industria e le esportazioni ambisce ad un modello di sviluppo basato sui consumi privati ed i servizi, ma l'eccesso di credito che ha supportato il precedente lunghissimo ciclo economico costituisce una zavorra a qualunque politica anticiclica. Ne sono testimonianza gli enormi deflussi netti di capitali che dalla Cina e più in generale dall'Asia stanno affluendo verso altri paesi, alla ricerca di rendimenti più bassi e soprattutto più stabili e coerenti. La transizione sarà lunga.



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

Le Politiche Monetarie

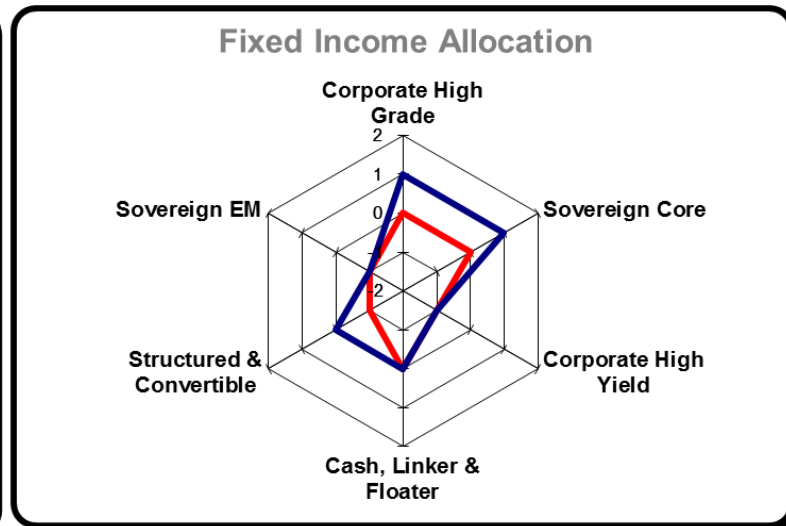
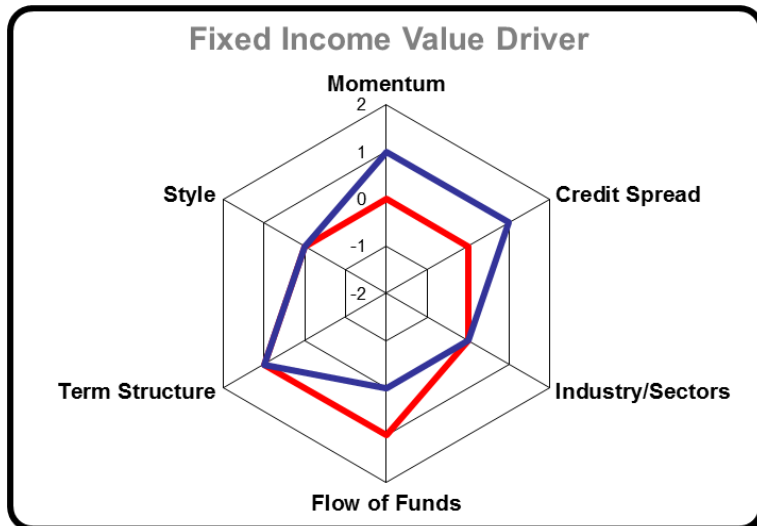
Dal mese di febbraio hanno cominciato ad emergere segnali di insoddisfazione sulla capacità delle politiche monetarie di supportare una ripresa del ciclo economico globale. Talvolta all'analisi dei centri di ricerca si sono affiancate critiche all'operato delle autorità monetarie, che secondo alcuni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



E' questo il motivo per il quale non siamo troppo ottimisti riguardo al possibile effetto macroeconomico della manovra BCE. La reazione dei mercati ad un massiccio aumento del QE (+20 mld al mese) ed al taglio dei tassi (le MRO sono state portate a zero) è comprensibile, anche se si sta diffondendo più ai governativi che all'equity. Gli effetti sugli spread aziendali si vedranno nelle prossime settimane, e saranno connessi anche alle nuove TLTRO regolate al tasso del deposito marginale (-0,4%). Resta il dubbio sul meccanismo di trasmissione, in assenza di piani di investimento pubblici e privati.

Fixed Income Markets: strategia

- La manovra quantitativa della BCE anticipa rendimenti nulli o negativi dei governativi in Euro, con effetti anche sugli spread creditizi; i 20 mld in più per mese di acquisti di fonte ufficiale impatteranno fino a giugno solo sui sovrani, in particolare dagli 8 anni di vita residua. In tal senso vediamo spazi significativi per il Bono spagnolo; ci attendiamo inoltre il Bund 10Y a rendimenti negativi, in area $-0,12\%$;
- Un'economia più debole ed una FED più cauta limitano le pressioni sul tratto breve della curva USA, mentre l'instabilità macroeconomica e di mercato in generale avvantaggia il segmento 10-30Y. La cautela della banca centrale USA mantiene la curva più ripida, ed apre spazi di arbitraggio estesi vista l'assenza di pressioni inflazionistiche. La posizione resta comunque «UW» in orizzonte 2-3 mesi.
- Sul Credito, aumentiamo il peso degli US HG Corporate, che registrano una buona stabilità nell'ultimo bimestre, anche grazie al calo dei rendimenti dei treasury; i flussi globali segnalano un incremento della domanda di fonte asiatica, spinta dalle sostituzioni di portafogli sovrani in gran parte a rendimenti negativi. Sui Corporate HG EMU anticipiamo ora l'accumulo di una posizione, in vista dell'avvio del QE su questo segmento nel mese di giugno. Manteniamo la posizione su UK Credit (aerospace a pharma).
- Su HY e Convertibili rimaniamo a «UW», perché volatilità e rischi di recessione pesano sul sottostante.



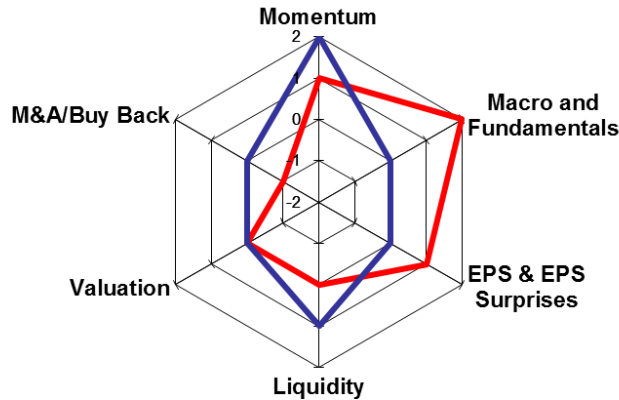
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

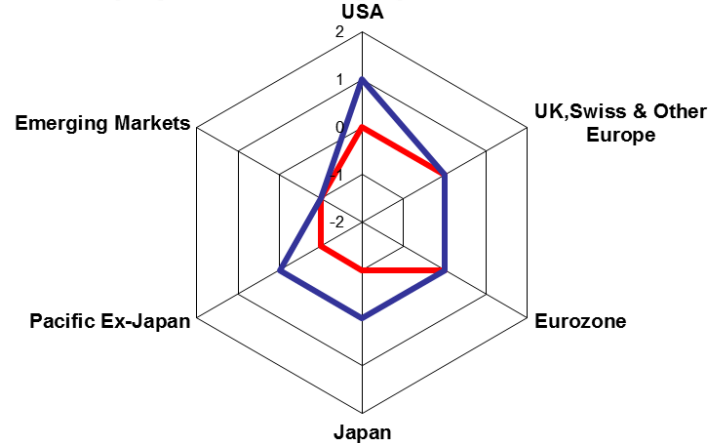
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



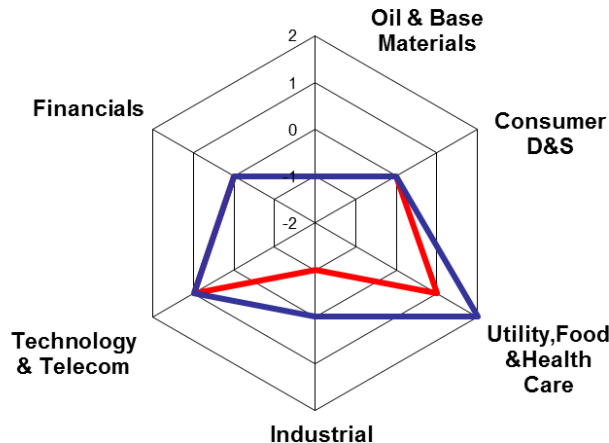
Equity Markets Geographical Allocation



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

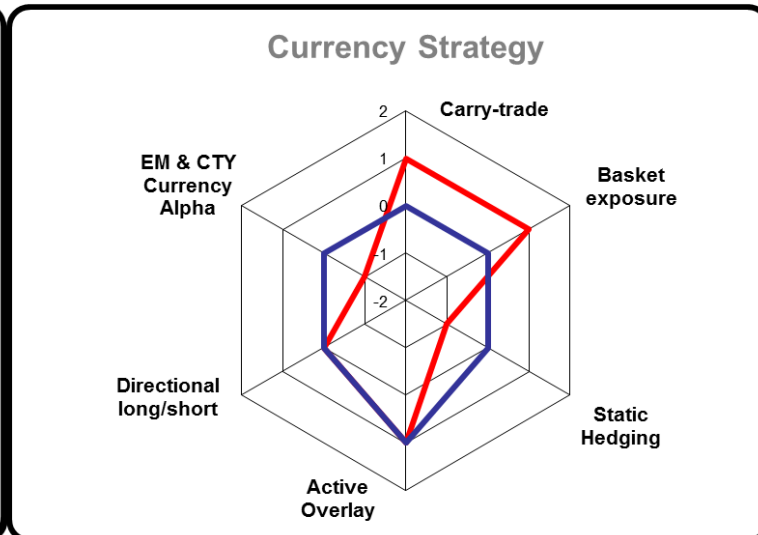
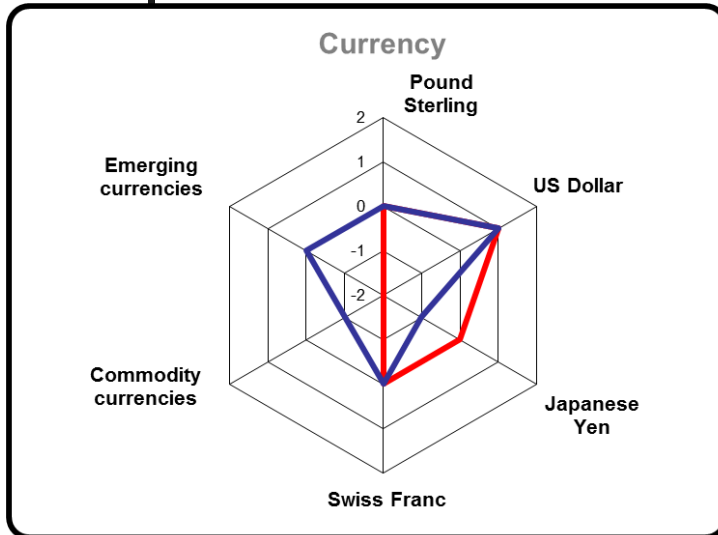
rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



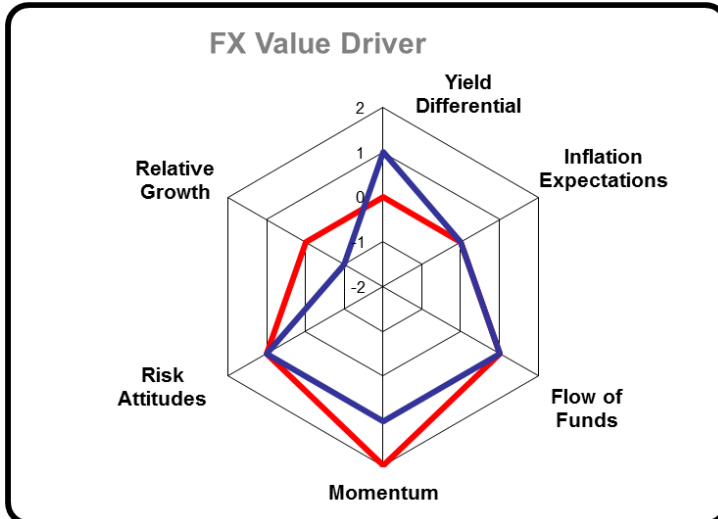
L'equity rimane instabile, ma la nuova ondata di ribassi dei tassi e di QE ha rinforzato i multipli e fatto tornare la liquidità sui mercati, insieme all'appetito per il rischio. I fondamentali macro non sostengono le valutazioni, l'efficacia delle politiche monetarie è dubbia, ma gli istituzionali, già in ritardo sull'onda dei rimbalzi, non possono perdere il treno. La posizione strategica resta NW, quella tattica privilegia temi aziendali, in particolare le large cap «value» (nella zona Euro industriali con elevati dividendi), i difensivi (utilities e salute) e gli interest sensitive (technology). A livello geografico siamo più esposti negli USA, mentre riduciamo l'UW in Asia (Taiwan, Singapore, Korea) e in Giappone.

FX Markets: strategia



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

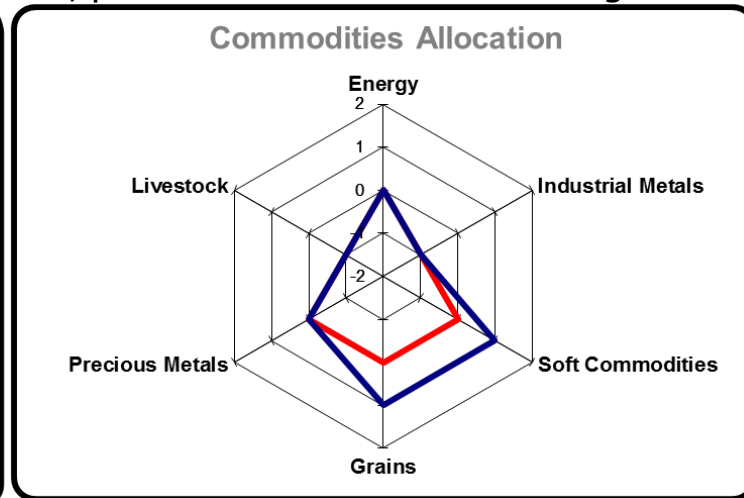
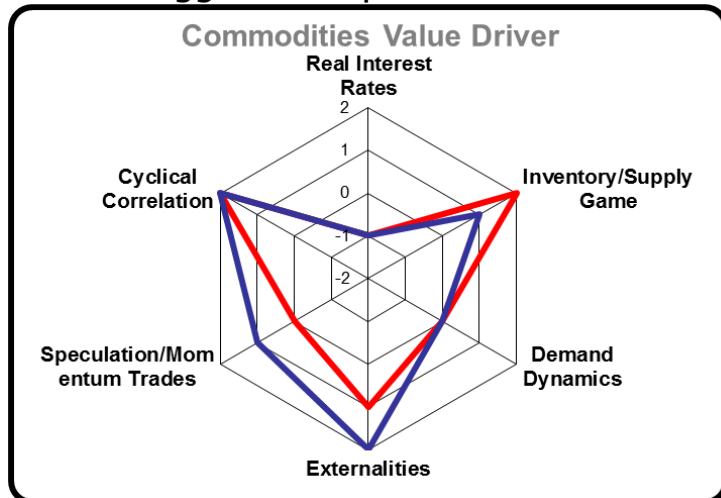
rosso=mese precedente, blu= mese in corso



Con la decisione della BCE e della BoJ di inondare i mercati di liquidità, e con atteggiamenti di nuovo cauti di FED e BoE (entrambe citano rischi globali sulla crescita domestica nei loro recenti rapporti), il momentum nella gestione dei portafogli currency è per ora esaurito. Restano trend di fondo, USD forte e GBP debole, ma lo scenario macro è più debole e le tendenze sono meno chiare nel breve termine. Si riduce la volatilità nel segmento, ragione che ci induce a chiudere il basket e il carry «long USD», a vantaggio di EUR e alcune divise EM (ma non le commodity currency); per il primo l'obiettivo potenziale è a quota 1,1600, mentre JPY è atteso indebolirsi a 114,85.

Commodity Markets: strategia

- Nonostante che in marzo si sia osservata una generale ripresa dei prezzi del comparto, riteniamo che essa abbia scarso sostegno dai fondamentali; il rimbalzo dei prezzi del petrolio è frutto di colloqui per bloccare la produzione ai livelli attuali, lasciando intatta la bilancia domanda/offerta;
- Di fondo, previsioni di indebolimento del GDP globale e degli EM penalizzano le commodity più esposte alla produzione manifatturiera, come i metalli industriali e l'energia;
- Rame, Nickel, Zinco e Alluminio risentono del calo della domanda delle economie «metal intensive», che sono alle prese anche con una flessione degli investimenti in capitale fisico;
- La view sul comparto Energia resta negativa, mentre si attendono gli effetti negativi della stagione estiva nell'emisfero nord e dell'avvio della commercializzazione del petrolio iraniano;
- Sebbene la fase di maggiore volatilità dovrebbe essere stata superata, non riteniamo ancora il momento di aggredire la posizione in via strutturale, per cui manteniamo l'Underweight in essere.

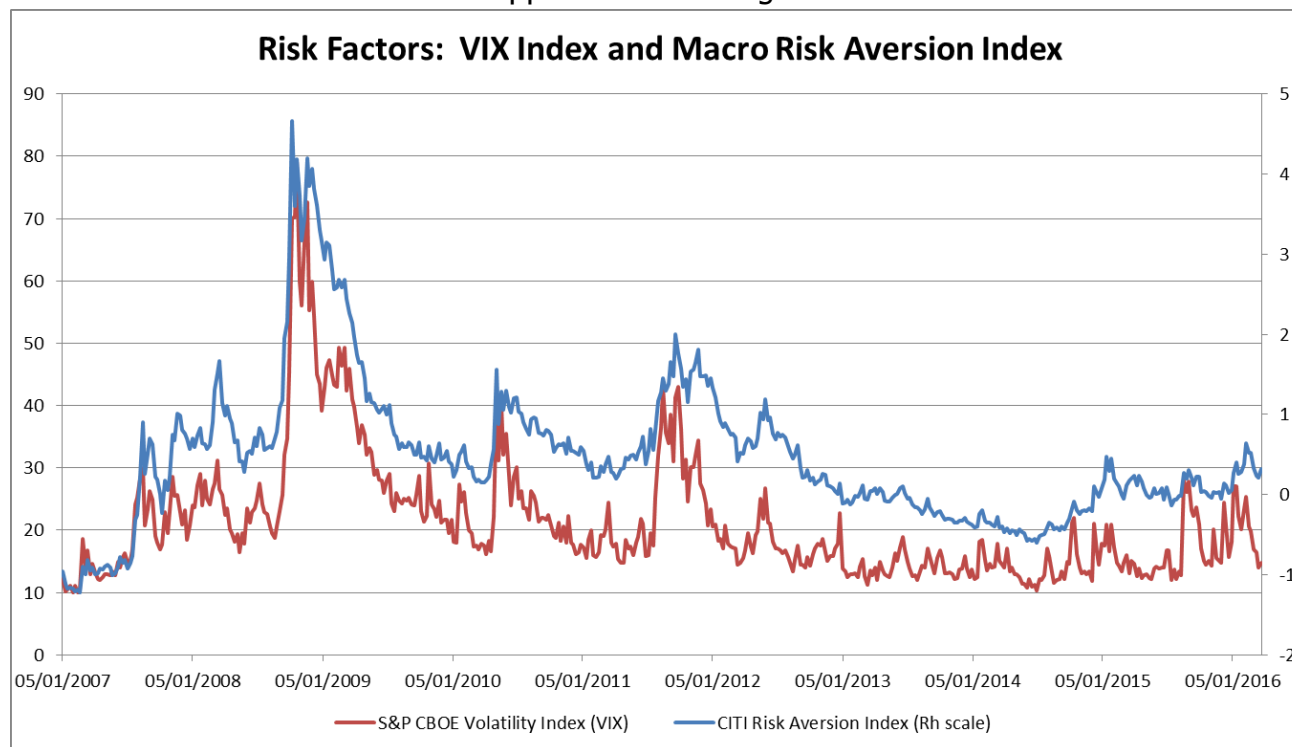


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Il mese di marzo ha evidenziato una flessione dei livelli di avversione al rischio, più accentuata nelle componenti idiosincratiche (qui rappresentate dall'indice VIX) che in quelle sistematiche (nel nostro caso incorporate nell'indice MacroRisk di Citigroup). La volatilità è diminuita su tutti i segmenti di mercato, in particolare nell'Equity e nel Forex, nonostante che il quadro della domanda aggregata globalmente sia ancora peggiorato. La divergenza degli indicatori di rischio si spiega con il rinnovato impulso di politica monetaria operato dalle principali banche centrali, con un atteggiamento più prudente in ordine alla prevista normalizzazione dei tassi da parte della FED, con una sensibile ripresa dei prezzi del petrolio connessa a possibili blocchi della produzione, tutti fattori che riducono il rischio specifico, mentre crescita economica e utili attesi in calo non hanno supportato un'analogha flessione del rischio sistematico.



Le scelte di investimento globali

- Long duration, politiche monetarie molto aggressive condurranno i tratti medio-lunghi delle curve sovrane su valori nulli o negativi, con elevati effetti imitativi e osmotici;
- In Europa, preferiamo Spagna (8-10Y) e Norvegia (NOK), FX hedged;
- La posizione è OW HG Corporate in USA, selective UW su HY Credit USA e EMU e «mildly OW» Credit EMU in previsione dell'avvio degli acquisti Corporate della BCE;
- NW su Equity, con atteggiamento opportunistico: le valutazioni sono equilibrate, ma dopo BCE e FED i multipli sono in ripresa e la volatilità è in calo. Tuttavia le tradizionali metriche di selezione continuano ad essere sovrastate da considerazioni tecniche. La parola chiave è estrema e continua rotazione settoriale e stock picking;
- Long Volatility, riteniamo ancora che sia destinata a salire nei prossimi mesi;
- Sull'Equity, aumentare la diversificazione geografica (che ha effetti limitati in presenza di correlazioni crescenti), e settoriale (Utilities, Tech, Pharma e Industrial High DY in EMU); suggeriamo un incremento dei difensivi a scapito dei ciclici/finanziari, e una posizione sulle «value stocks» come hedging verso un aumento della volatilità dei mercati, indotta da avversione al rischio. Ridotto l'UW sui listini EM Asia;
- Sulle Commodity la view è negativa, con instabilità decrescente; posizioni «short» su Alluminio, Nickel e Rame, Petrolio e Gas, con UW ridotto rispetto al mese scorso;
- Scarico il comparto dei Convertibles, resta copertura di «leveraged loans ABS».

Global Market Model Macro Trend

GLOBAL FINANCIAL MARKETS' DYNAMIC - EXPECTED TRENDS

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

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