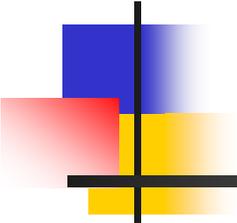


Ottobre 2014



SCENARIO DI INVESTIMENTO



The Chief Strategist Overview

Editoriale: Back to Fundamentals

All'inizio del 2014 sostenevamo che le performance delle attività rischiose nel corso dell'anno sarebbero state il riflesso dei fondamentali (crescita degli EPS e dei margini operativi aziendali), e che le possibili divergenze delle politiche monetarie avrebbero potuto rendere l'ambiente di investimento più instabile. In sostanza, eravamo convinti che restassero opportunità nel Credit e nell'Equity, ma che le tendenze si sarebbero dovute cavalcare con estrema attenzione ai rischi specifici, perché i livelli attesi di volatilità macro e micro economica sarebbero progressivamente diventati più alti. Per qualche mese questo scenario non si è manifestato, grazie ai «farmaci» introdotti in dosi massicce dalle banche centrali, una medicina che ha tenuto sotto controllo i rischi di tasso, azzerando i premi al rischio e consentendo agli investitori istituzionali di realizzare dei pasti gratis nel Credit e nell'Equity.

In estate il quadro è progressivamente cambiato, anche per l'aggravarsi del quadro geopolitico; le economie più avanzate hanno visto progressivamente deragliare i fragili elementi di sostegno del ciclo, e le ipotesi di scompenso più frequente dei mercati, con relativo aumento della volatilità sistemica si sono materializzate. E' inoltre piuttosto evidente che al momento le armi di contrasto ad un incremento dei livelli di avversione al rischio sono di fatto spuntate, perché anche gli strumenti di politica monetaria o sono tutti in campo o sono pienamente incorporati nei prezzi di equilibrio. In assenza di una vera novità (l'avvio del QE da parte della BCE, una ripresa del QQE da parte della BoJ o una qualche forma di presa d'atto dei rischi di scenario da parte della FED) il quadro tecnico di breve termine ci pare destinato a rimanere instabile, visto che le ipotesi di ripresa accentuata del ciclo economico globale ci paiono al momento «pure speranze» piuttosto che «ragionevoli previsioni».

La parola chiave oggi è «slowdown»: stanno scendendo le stime di crescita globale e locale, i tassi di inflazione di fondo e quelli attesi, gli indicatori anticipatori e quelli di produzione, la velocità dell'aggiustamento macro negli EM e quella delle riforme nell'Eurozona. In sostanza, sono rimasti solo gli Stati Uniti a sostenere il ciclo, e con esso i mercati finanziari.

L'ultima correzione è stata in effetti scatenata dalla conferma che lo scenario macro è peggiore del previsto, e si sta deteriorando; alcuni osservatori confidano su un trimestre migliore, ma i dati di domanda aggregata, la dinamica delle commodity cicliche (energy e industrial metals) e il linguaggio delle banche centrali (accomodante) rafforzano i dubbi degli investitori. Che infatti hanno abbattuto nell'ultimo mese le ipotesi di rialzo dei tassi a breve americani, di oltre 100 punti base a fine 2017 rispetto al passo indicato dalla FED.

Il futuro a breve dei mercati dipenderà da come gli USA evolveranno, dal momento che Cina, Giappone ed Eurozona stanno andando male e probabilmente chiuderanno peggio.

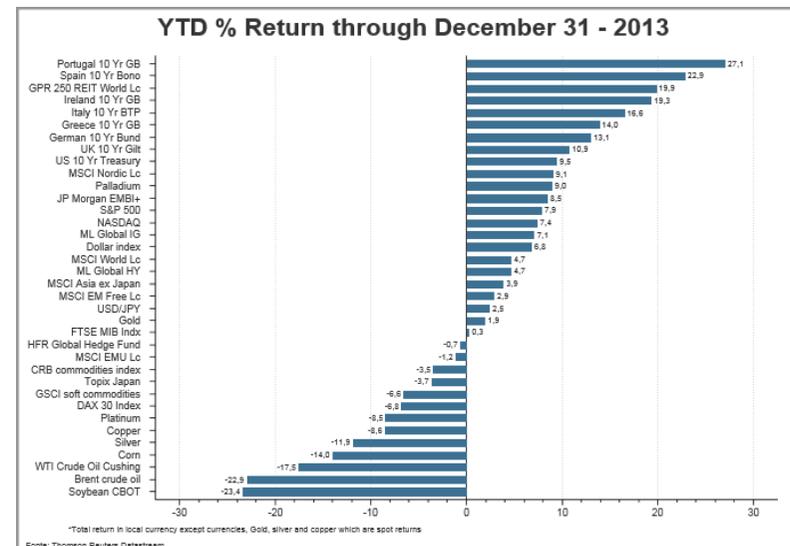
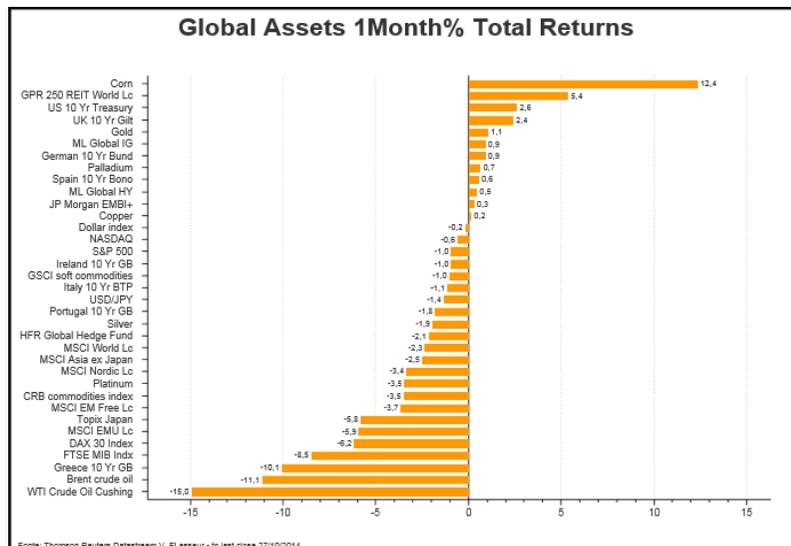
Le performance dei mercati

Il mese di ottobre ha colto in pieno questa evoluzione del quadro, ed ha avvantaggiato le attività protettive, soprattutto i benchmark governativi e i corporate IG (soprattutto in Euro), Oro e Palladio, e gli indici aggregati Real Estate.

Penalizzate al contrario tutte le attività rischiose, la cui bolla di volatilità (di fatto raddoppiata su tutto il fronte) ha consigliato una riduzione massiva dell'esposizione.

Gli eccessi misurati sulla posizione detenuta sul Credit, sull'Equity DM small cap e sull'Equity EM, in presenza di segnali di flessione del ciclo più diffusi sono stati un elemento determinante della recente ricomposizione del portafoglio degli istituzionali in senso prudentiale.

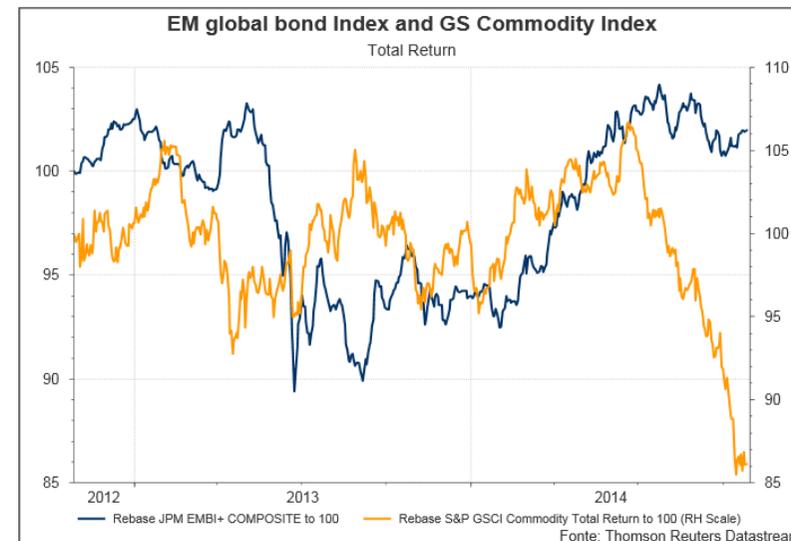
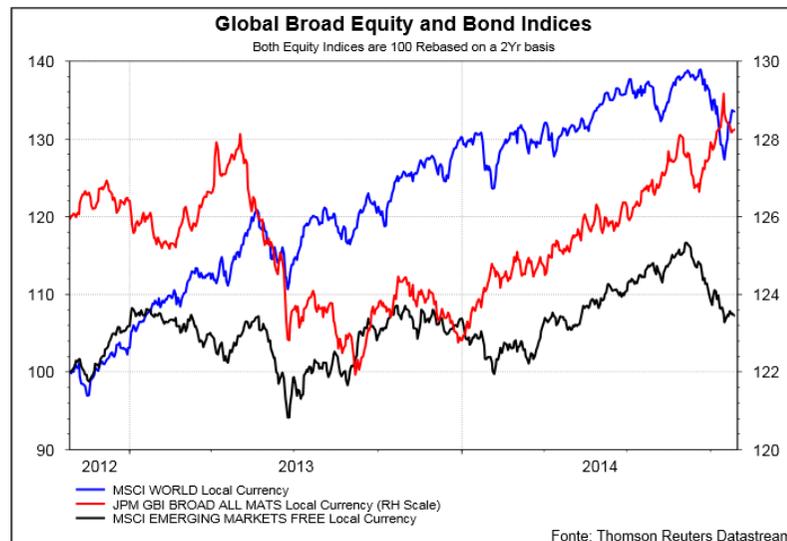
C'è stato poi un piccolo rimbalzo, ma se sia una correzione tecnica al rialzo o una effettiva ripresa verso valori meno depressi, dipenderà dai dati congiunturali, specie USA. L'appetito per il rischio evolverà in relazione alla intensità o meno del rallentamento USA.



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

Lo scenario di investimento si è modificato nel corso dell'estate, e ora le tendenze appaiono decisamente più frammentate. Gli annunci delle banche centrali hanno alimentato le ipotesi di divaricazione delle politiche. La forza dell'economia USA è stata bilanciata dalla debolezza di Cina, Giappone e EMU, spingendo ad un incremento della volatilità. Sono aumentati i rischi geopolitici. Una correzione nei risk asset non è inusuale a questo punto del ciclo: i leading indicators OCSE segnalano che il ritmo dell'espansione sta diminuendo; l'output gap è negativo nella gran parte delle aree economiche; la headline e la expected inflation sono in calo. Tutto ciò suggerisce che le attività rischiose rimarranno volatili nel futuro prevedibile, e che in tale contesto le commodity più correlate con il ciclo globale sono destinate a mantenere un profilo molto depresso per un periodo di tempo lungo.



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.

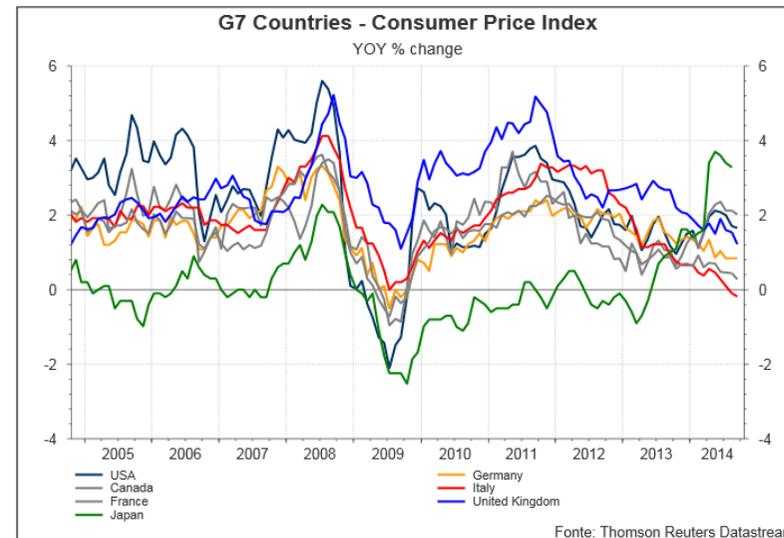
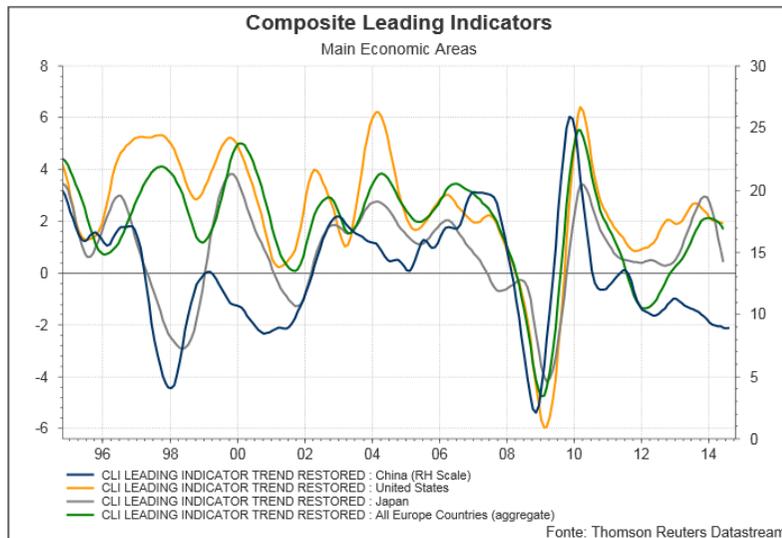
Fattori da cui dipende crescita USA

Gli USA fronteggiano vari impulsi negativi a breve:

- La crescita nei mercati di esportazione si è indebolita;
- Il USD si è rafforzato, irrigidendo le condizioni finanziarie domestiche;
- I consumi si sono normalizzati (+4,0% dal +7,0% in 2Q-14)
- Le turbolenze dei mercati possono indebolire il ritmo degli investimenti in CAPEX;
- Il rischio Ebola può deprimere il sentiment dei consumatori.

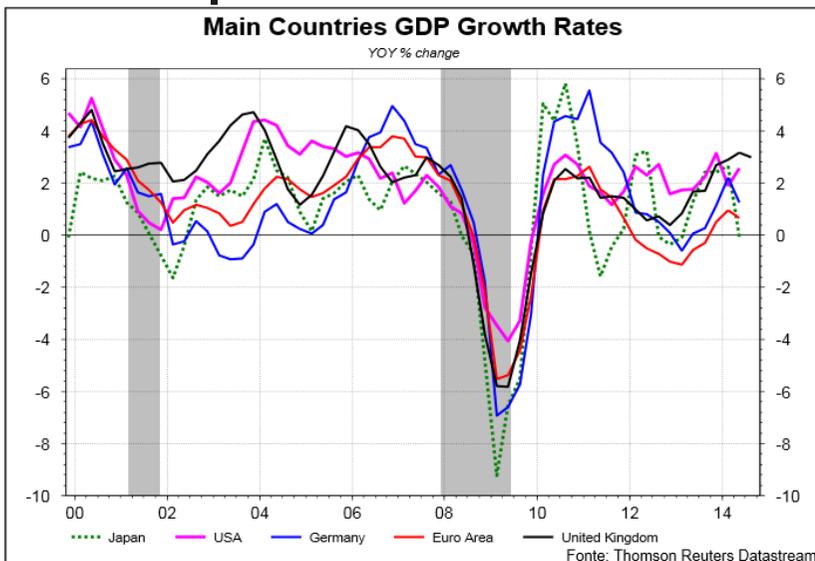
Fattori di sostegno a breve:

- Calo prezzi benzina e petrolio sostiene redditi reali e il tasso sui mutui è sceso



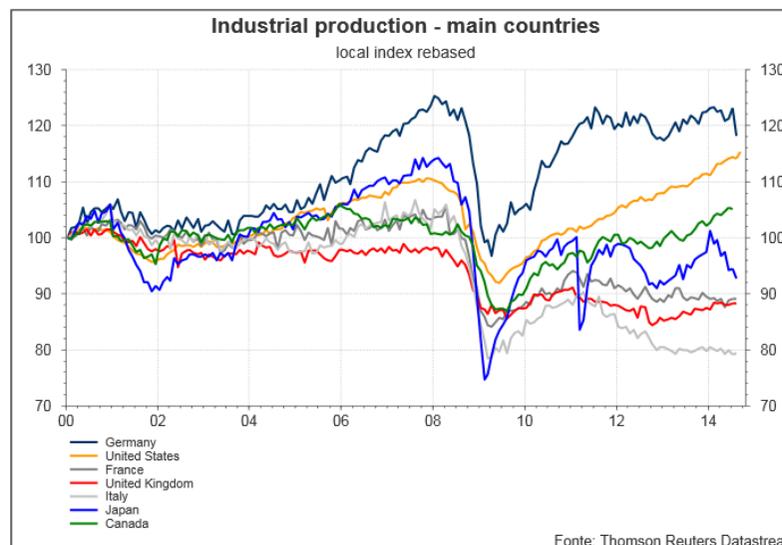
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Scenario macroeconomico globale



Gli indici anticipatori dell'OCSE segnalano un appiattimento o una flessione del ciclo economico nelle aree principali.

Il ritmo di crescita si è attenuato in numerose aree economiche, mettendo in dubbio la tenuta del quadro di previsione formulato ad inizio 2014. Nell'Eurozona, il calo della domanda in Germania, dovuto anche all'effetto negativo delle sanzioni alla Russia, rende irraggiungibili gli obiettivi di crescita e di bilancio di Italia e Francia. In Giappone sarà necessaria una manovra di stimolo della BoJ per rispettare gli obiettivi macroeconomici, mentre in UK preoccupa la capacità inutilizzata nei mercati dei fattori.



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

Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014-2015, alla luce delle ultime letture sul Q2-2014: ne risulta un miglioramento delle stime per gli USA per il 2015, ed un moderato recupero di trazione per il 2014 rispetto alla proiezione di giugno, entrambe soggette alla valutazione dei possibili impatti di un ciclo globale più debole e di politiche monetarie domestiche meno favorevoli. Invariata la previsione per UK, rivisti al ribasso gli altri paesi G7.

Gli ultimi dati hanno evidenziato una maggiore tenuta del quadro di crescita USA, anche se la nostra previsione per il 2014 è più contenuta del consenso e riflette l'eccessiva dipendenza degli Stati Uniti dal ciclo delle scorte. La nuova stima è condizionata al recupero di ritmi di crescita della domanda non inferiori al +3,0% nei prossimi trimestri, ipotesi non scontata anche come effetto di politiche meno accomodanti e dell'indebolimento dell'interscambio con i partner.

Abbiamo rivisto al ribasso la crescita in Giappone, portandola a +1,1% da +1,2%, alla luce di una anomala flessione dei consumi e degli investimenti in capitale fisico in Q2-2014. Manteniamo previsioni in linea con il consenso per UK per l'intero orizzonte, ritenendo sostenibili le dinamiche strutturali in assenza di pressioni inflazionistiche.

La previsione per l'Eurozona è stata significativamente rivista al ribasso, perché non hanno tenuto le condizioni alle quali avevamo legato il mantenimento di una stima di crescita del +1,1%. In particolare la Germania sconta il peggioramento della crescita in Cina, Italia e Francia e soffre di una cronica diminuzione degli investimenti in capitale fisico; l'Italia è di nuovo in recessione, e temiamo che anche il 2015 possa concludersi con un tasso di crescita del GDP prossimo a zero; la Francia non ha completato l'aggiustamento macro, e procede a ritmi di riforma troppo lenti.

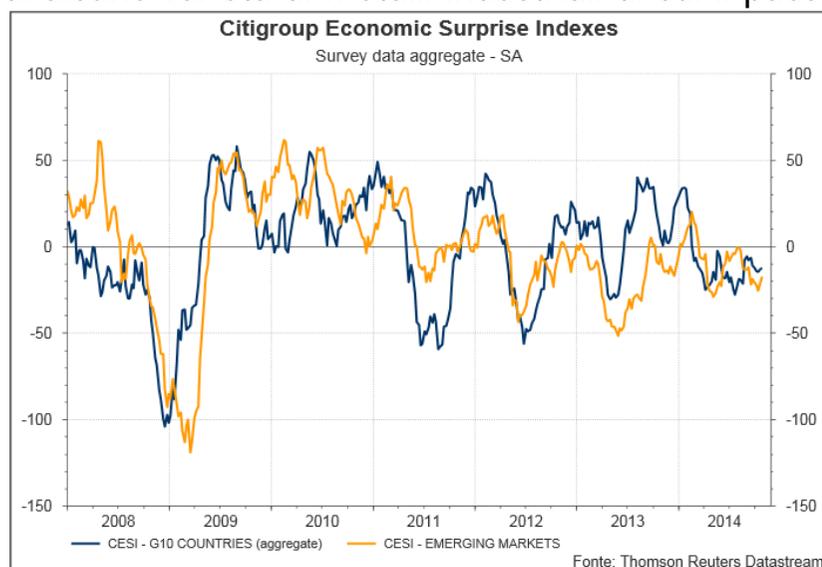
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2013	2014	2014	2015	2014	2015
	Final	Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	2,20%	0,80%	2,20%	3,10%	2,00%	3,40%
United Kingdom	1,70%	1,20%	3,10%	2,60%	3,00%	2,80%
Japan	1,50%	-0,70%	1,10%	1,20%	1,10%	1,30%
Euro Area	-0,40%	0,20%	0,80%	1,20%	0,70%	1,20%
Germany	0,10%	0,30%	1,40%	1,50%	1,50%	1,80%
Italy	-1,90%	-0,20%	-0,30%	0,50%	-0,50%	0,50%
France	0,40%	0,00%	0,40%	0,80%	0,40%	0,80%

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

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

Scenario macro: gli indici sintetici

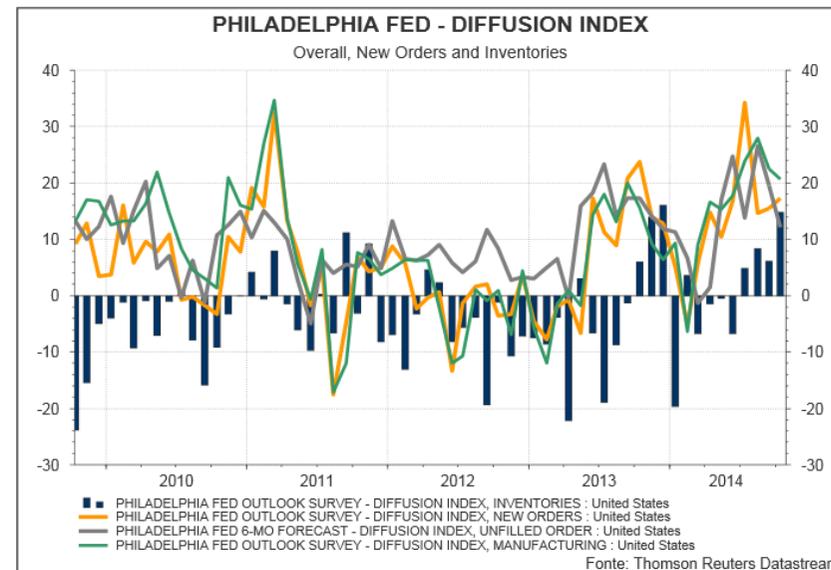
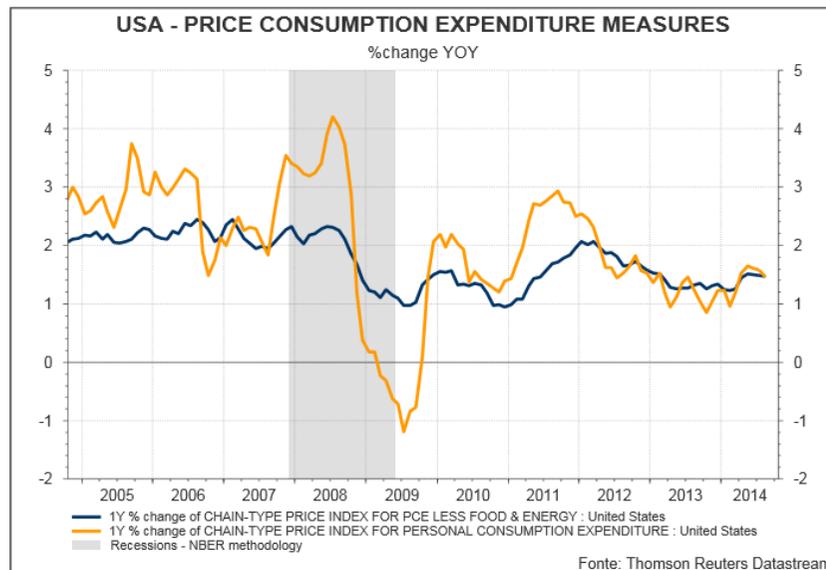
Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale: la dinamica delle rilevazioni mensili è discendente, ma la dispersione delle variazioni è molto schiacciata, sia per i paesi G10 che per il complesso degli Emergenti. Ciò si traduce in una compressione delle aspettative, che schiacciano verso il basso le previsioni relative ai dati di domanda aggregata. In media la volatilità macroeconomica è molto bassa, ma si accentua visibilmente per quanto riguarda la Cina – le cui sorprese economiche sono in forte contrazione – e gli Stati Uniti, che presentano un quadro congiunturale piuttosto instabile (manifattura, costruzioni e immobiliare), un'inflazione debole ed un'eccessiva dipendenza dalla variabilità delle scorte. Per quanto riguarda gli Emergenti, rileviamo un indebolimento dei segnali di ripresa, catturato dall'indicatore di sorpresa, soprattutto a causa della caduta dell'output in Cina, della scarsa fiducia sulla politica economica del futuro nuovo governo in Brasile, e del sensibile rallentamento del ciclo in Indonesia, dovuto anche al blocco delle esportazioni di alcune varietà di metalli industriali di cui il paese è principale produttore (nickel, zinco e acciaio).



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

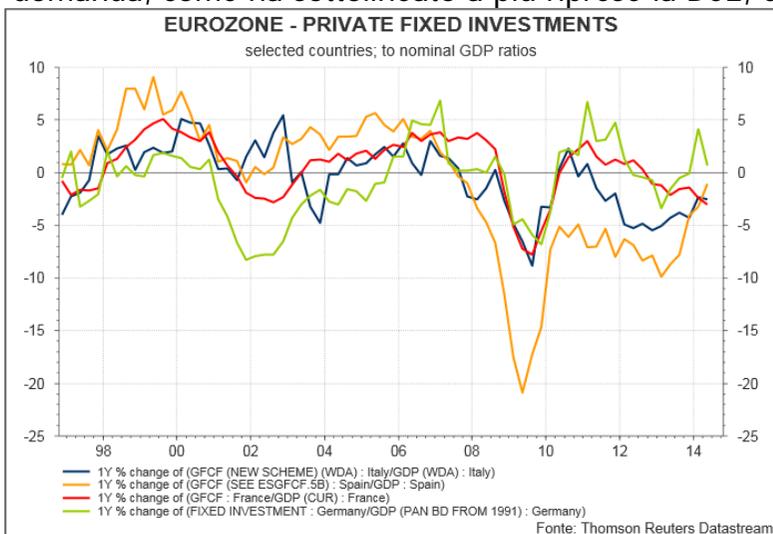
Gli USA sono rimasti soli a trascinare la crescita globale, gettando un'ombra sulla sostenibilità delle tendenze in atto. Gli indici di attività economica hanno continuato ad irrobustirsi nel Q3-14. Gli indicatori anticipatori ISM sono ai massimi da dieci anni, ma l'eccessiva dipendenza da scorte ed i possibili effetti sull'export del rallentamento economico globale rendono incerto GDP 2014 sui livelli del potenziale. Quest'ultimo continua a ridursi (ora è stimato intorno al 2,1%, come anticipa il basso ritmo dell'inflazione di fondo e la volatilità del mercato del lavoro). La nostra stima è leggermente migliorata (2,0% nel 2014), per effetto del trascinamento, tornato positivo (+0,7%).



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

Scenario macro: Eurozona

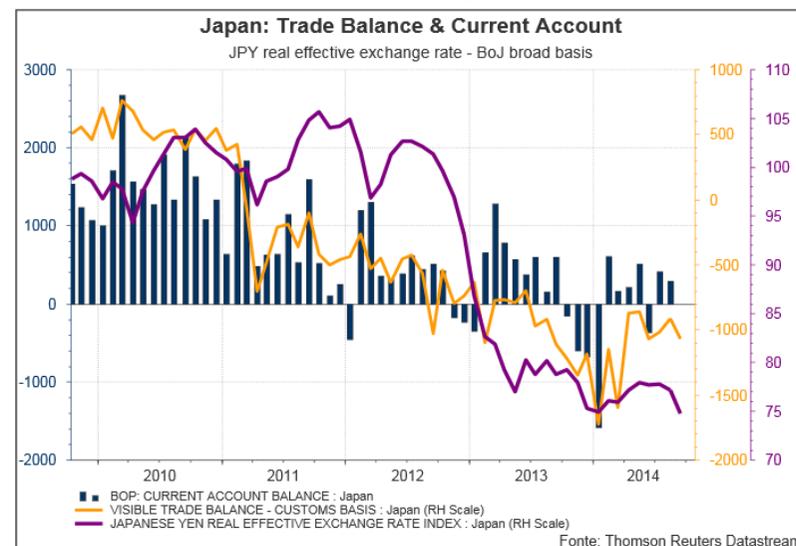
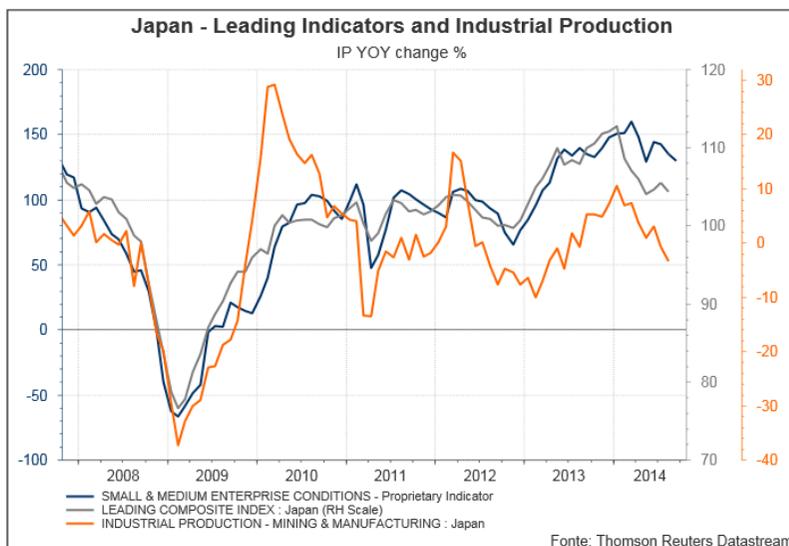
I ritmi di crescita nell'Eurozona sono diminuiti nel Q2-14, registrando un sostanziale appiattimento del GDP su base trimestrale. I risultati delle indagini suggeriscono che anche nel Q3-14 l'attività economica ha perso trazione: in particolare, gli indici PMI manifatturieri nei principali paesi dell'area anticipano una sensibile contrazione dell'output; dati più riflessivi vengono dal mercato del lavoro, benché la componente strutturale della disoccupazione non sia assorbibile con ritmi di crescita del prodotto inferiori al 1,0% reale. Un basso utilizzo dei fattori implica un incremento delle pressioni deflazionistiche, con un tasso di cambio ancora troppo forte. Ha sorpreso per dimensione la caduta degli ordinativi industriali in Germania, dove ha pesato la componente estera (debolezza in Cina e Brasile e sanzioni alla Russia ne sono state le determinanti principali). Un output gap negativo e la relativa ampia disponibilità dell'offerta nel mercato del lavoro implicano che la pressione dei salari rimarrà contenuta. Conseguentemente l'inflazione di fondo persisterà su valori modesti, giustificando azioni espansive della banca centrale. Maggiore fiducia delle famiglie stenta pertanto a tradursi in un incremento stabile della spesa: le vendite al dettaglio fanno segnare una pesante caduta nei dati più recenti, solo attenuata in settembre; stentano inoltre gli investimenti privati. Delude anche la dinamica della produzione industriale in Francia, Germania e Italia. Da ultimo, il credito al settore privato continua a flettere, per via di una certa rigidità dell'offerta e per la scarsa domanda, come ha sottolineato a più riprese la BCE, confermando stime di crescita debole e frammentata.



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

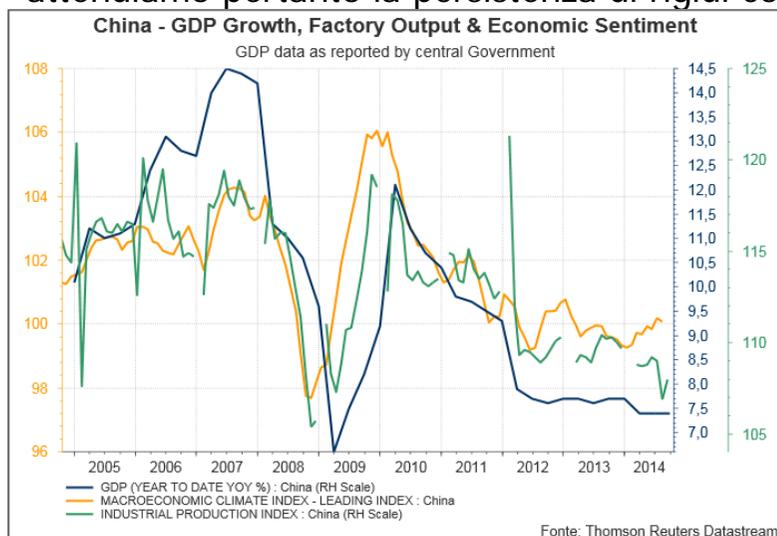
Nonostante la fiducia delle autorità monetarie e del governo, l'economia giapponese evidenzia diffuse incertezze, che costringono i previsori a rivedere continuamente le stime. Da ultimo, sono stati i dati sulla produzione industriale a lanciare un messaggio recessivo, con un calo annualizzato che in agosto è stato prossimo al -9,0%. Gli indicatori strutturali fanno emergere segnali di indebolimento già a partire da aprile, ovvero dal rialzo della tasso sui consumi dal 5% all'8%, i cui effetti sistemici sono stati trascurati: in particolare, sono aumentati sia i livelli delle scorte che il tasso di risparmio, ciò che spiega anche il crollo degli investimenti privati. Stanno tenendo i consumi delle famiglie, grazie anche ad un progressivo irrigidimento del mercato del lavoro, che si riflette in un incremento continuo dei salari. Il quadro in essere sarebbe coerente con una moderata ripresa del GDP nel Q3-14 (stimiamo una variazione annualizzata del +3,2%), che tuttavia meno che compensa la caduta registrata in Q2-14 (-7,1% QOQ saar). Il quadro di previsione della Bank of Japan implica un sostanziale assorbimento della capacità in eccesso entro fine anno ed un atterraggio del GDP nell'intero 2014 al +1,1% YOY. Il nostro indice composito anticipatore del ciclo, che costituisce un buon previsore della dinamica manifatturiera, fa segnare una svolta in estate, che riteniamo possa contribuire alla realizzazione del livello di crescita obiettivo, ma in assenza di una manovra espansiva (improbabile) dovrà essere la svalutazione dello Yen a farsi carico dell'aggiustamento.



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

Scenario macro: Cina

In Cina i dati più recenti hanno sorpreso al ribasso, ed hanno fatto deragliare le ipotesi di consolidamento della crescita in estate. In particolare, il crollo della produzione industriale e degli investimenti privati domestici, unitamente alla flessione dell'export, hanno indotto il consenso ad una revisione al ribasso non soltanto del tasso di crescita del GDP nel Q3-14 (+7,2% da +7,7%), ma anche di quello riferito al 2014 nel suo complesso (+7,0% da +7,4%). Abbiamo cercato di individuare soprattutto i principali driver dell'indebolimento degli investimenti privati: 1) L'effetto della campagna anti-corrruzione; 2) la diminuzione dell'offerta di credito dal canale «shadow banking»; 3) l'attenuazione della mini-manovra di stimolo fiscale effettuata in tarda primavera; 4) la diminuzione dei prezzi relativi all'import di manufatti e semi-lavorati provenienti dai partner asiatici (Thailandia, Vietnam e Malaysia in particolare). Osserviamo che la Cina importa ed esporta deflazione, ma trasforma la deflazione importata in inflazione domestica, e ciò implica una certa rigidità della politica monetaria ed un ulteriore indebolimento del cambio. Ci attendiamo pertanto la persistenza di rigidi controlli all'offerta di credito nel futuro prevedibile.



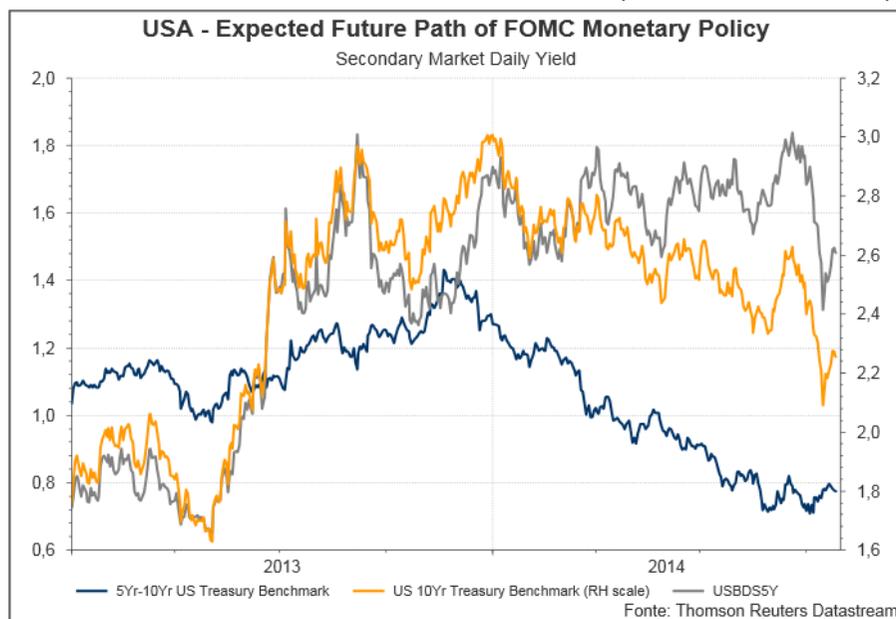
China - Balance of Payment (US\$ billion)							
	2008	2009	2010	2011	2012	2013	1H2014
Current account	420,6	243,3	237,8	136,1	215,4	182,8	80,5
Goods	360,6	249,5	254,2	243,5	321,6	359,9	149,3
Services	-11,8	-29,4	-31,2	-61,6	-89,7	-124,5	-62,5
Income	28,6	-8,5	-25,9	-70,3	-19,9	-43,8	5,5
Current transfers	43,2	31,7	40,7	24,5	3,4	-8,7	-11,8
Capital and financial account	40,1	198,5	286,9	265,5	-31,8	326,2	77,8
Direct investments	114,8	87,2	185,7	231,7	176,3	185,0	93,0
Portfolio investments	34,9	27,1	24	19,6	47,8	60,5	36,9
Other investments	-112,6	80,3	72,4	8,7	-260,1	77,6	-51,7
Error and omissions	18,8	-41,4	-52,9	-13,8	-87,1	-77,6	-10,4
Overall balance of payment	479,5	400,4	471,8	387,8	96,5	431,4	147,9

Source: SAFE

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

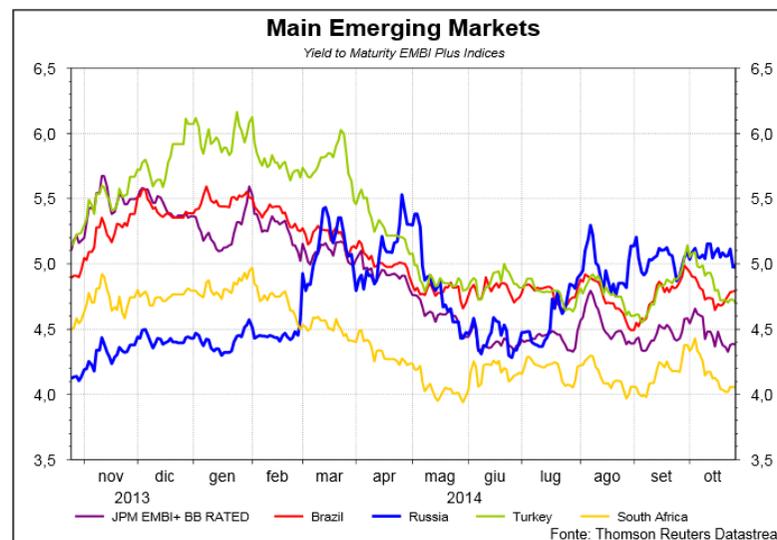
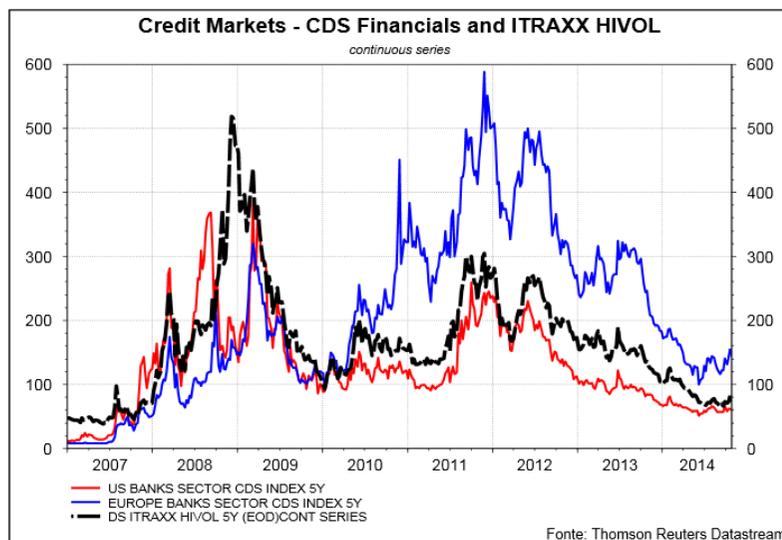
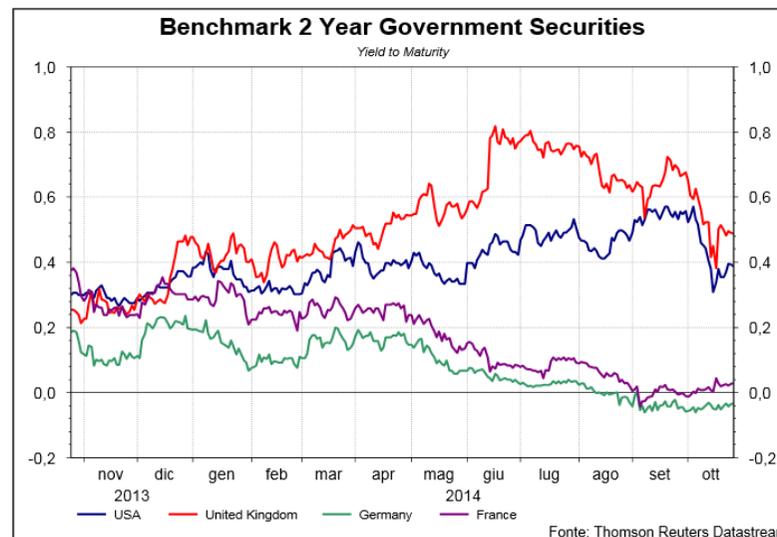
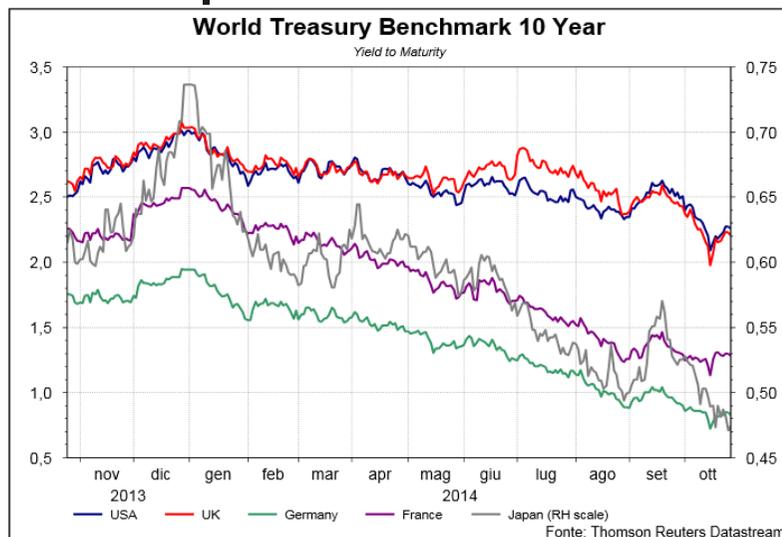
Nei mesi estivi si è accentuata la pressione sulle banche centrali, costrette da un contesto economico globale che si sta indebolendo a mantenere politiche monetarie ultra-espansive, a fronte di un incremento dei rischi di perdita del controllo delle variabili osservate e delle curve dei tassi. La BCE ha concretizzato in settembre gli annunci dei mesi precedenti, confermando l'imminente avvio di un piano di acquisto di strumenti finanziari che incorporano crediti bancari (ABS di elevata qualità e Covered Bonds), oltre ad un ulteriore taglio dei tassi (il deposito marginale è stato nuovamente ridotto e portato a -0,20%) e al varo della prima TLTRO (82,5Mld di €uro la liquidità allocata). Al contempo, sia la FED che la BoE sono apparse più timide riguardo ai tempi e alle modalità del processo di normalizzazione dei tassi, benché la maggiore prudenza non abbia evitato una divaricazione delle aspettative, che sta inducendo un apprezzamento di USD e una maggiore volatilità dei tassi benchmark in USA, Eurozona e UK, che tuttavia tendono ad appiattirsi a «zero».



Il problema delle politiche monetarie in questa fase è l'incoerenza temporale e l'inefficacia in presenza di persistenti sottoutilizzi della capacità e dei fattori. Se la crisi economica ha intaccato il lato dell'offerta infatti, l'ampiezza della capacità reale disponibile (lavoro e capitale fisico) riduce la domanda di credito e impedisce l'avvio di un ciclo di investimenti e la ripresa stabile della domanda aggregata. Il peggioramento della qualità degli attivi induce problemi di capitalizzazione degli intermediari e domanda e offerta di credito interagiscono, accelerando il «deleverage».

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

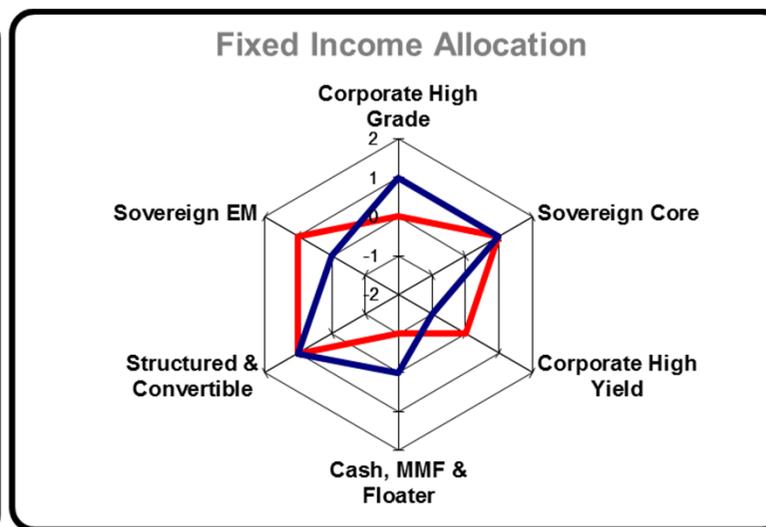
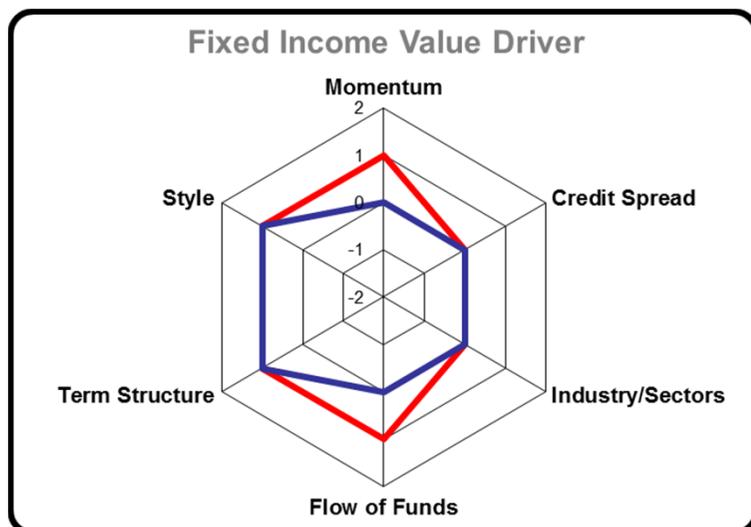
Fixed Income Markets



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

Fixed Income Markets: strategia

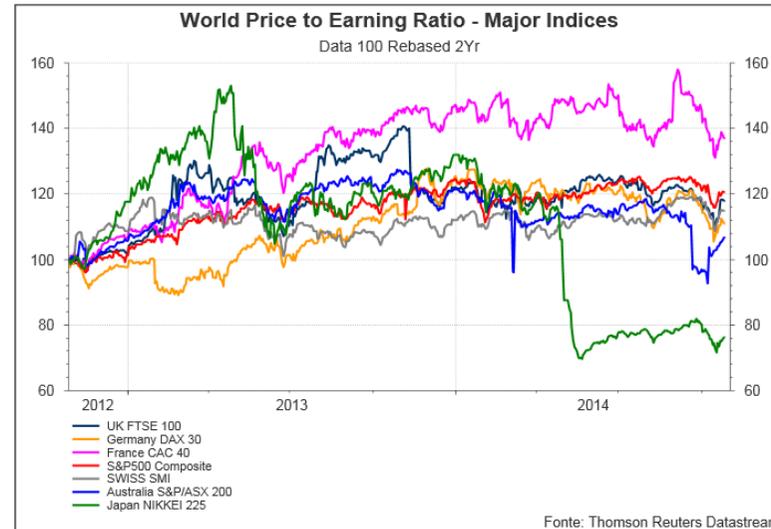
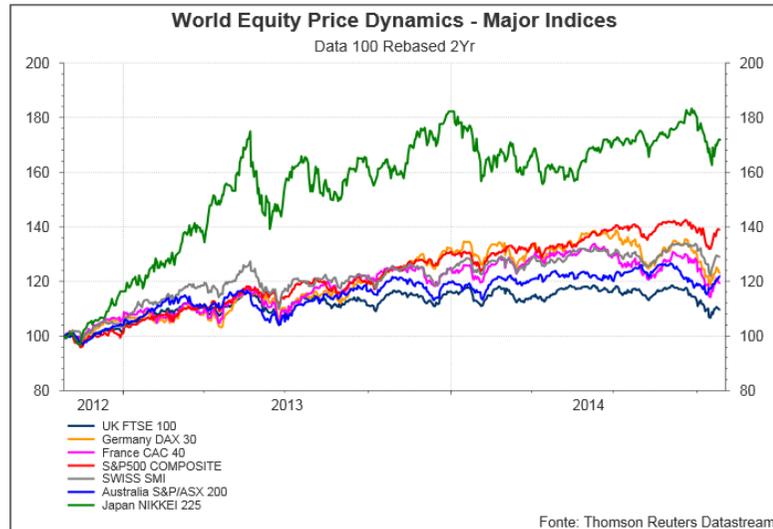
La manovra di pesante riduzione dei tassi della BCE ed un possibile QE nel futuro prevedibile hanno del tutto eliminato il rischio sistematico nella struttura dei premi a termine, perché costituiscono l'annuncio ufficiale di deflazione e continuità di un ciclo economico piatto nell'Eurozona. La flessione dei tassi di policy sotto zero contribuisce a mantenere ancorato il front-end della curva EMU, mentre il lungo termine (Bund 10y) compensa il rischio di rialzo della curva USA con l'assenza di aspettative di inflazione. Dal quadro emergono criticità e opportunità. Fra le prime, la presenza della BCE fra i compratori possibili di ultima istanza nei segmenti sovrani e strutturati riduce i rendimenti dei comparti impattati. Ma in tal caso fondi pensione e assicurazioni potrebbero non essere in grado di fronteggiare i piani promessi (previdenziali e a tasso minimo garantito). E' questa l'opportunità per la quale manteniamo una posizione NW sul segmento Credit, dove consigliamo i rating compresi fra B+ e B fra gli HY (USA ed Eurozona) ed i segmenti Financials fra gli IG Eurozona (le TLTRO riducono le emissioni delle banche sul primario, alimentando la domanda di secondario, mentre il completamente dell'AQR fa il resto, come il crollo dei CDS Financials sta a dimostrare). Rimangono privilegiati i Convertibles, che hanno un profilo migliore e sono indipendenti dalla dinamica ciclica.



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

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

Global Equity markets



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

Global Equity markets arithmetics

In un contesto macro che rimane riflessivo, ma meno uniforme nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, ma i driver di sostegno sono tornate ad essere le valutazioni e la liquidità, che alla luce di un livello dei tassi di interesse vicini a zero rendono peraltro attraenti gli earning yield.

L'assenza di posizionamenti correlati al ciclo dei fondamentali, vista la frammentazione del ciclo economico globale, ha indotto gli investitori a privilegiare le posizioni opportunistiche, che in termini geografici favoriscono gli EM Asia (il rallentamento della Cina è negativo per i paesi che esportano commodity, ma positivo per quelli che producono beni intermedi e prodotti finiti per il mercato interno) e l'Eurozona, sia pure più selettivamente (profili valutativi migliori).

L'Equity Europa ha margini di rialzo significativi: politica monetaria e condizioni finanziarie ultra-espansive, insieme a bassa volatilità macroeconomica potranno supportare una più elevata crescita dei ricavi e degli utili aziendali. Il H1-2014 non è stato particolarmente favorevole per gli EPS, cresciuti in Europa del 2,1% su base annua (+5,7% negli USA), confermando che i driver della performance rimangono le valutazioni e che quindi la politica monetaria espansiva potrà supportare un graduale apprezzamento dei listini EMU relativamente ad altre aree.

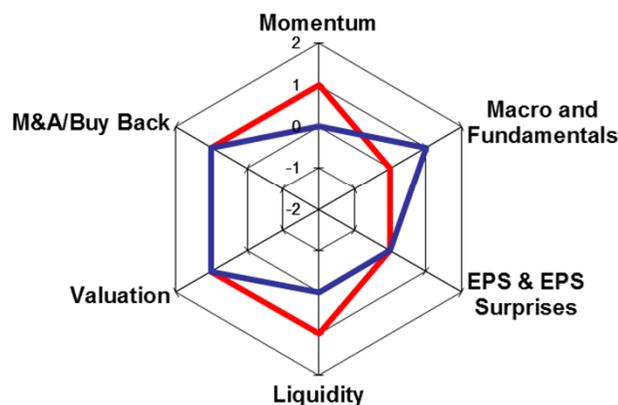
A livello geografico, le valutazioni sono eccessive in UK, Germania e fra i ciclici USA (consumi e industriali). Il Giappone è penalizzato dal ciclo e dal peggioramento delle ragioni di scambio dopo la svalutazione del RMB. Fra i settori, l'andamento dei tassi e la ricerca di rendimenti sosterrà in particolare le Utilities e le Assicurazioni.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price 27/10/2014	%chg YOY 2014	Dividend Yield	2014	2015	2016	2014	2015	2016
S&P 500	1961,63	6,1%	2,5%	6,5%	7,7%	11,3%	17,2	15,9	14,3
S&P GICS Information Tech.	4485,93	7,4%	2,2%	2,6%	11,5%	11,1%	17,7	15,8	14,2
EURO STOXX (EUR)	302,19	-3,9%	4,1%	9,4%	8,0%	18,2%	15,7	14,6	12,3
FTSE-100 INDEX	6363,46	-5,7%	4,2%	-10,4%	4,0%	7,3%	13,9	13,4	12,5
TOPIX First Segment	15388,72	-5,5%	1,9%	73,8%	6,2%	13,2%	14,4	13,7	12,1
MSCI WORLD INDEX	1214,61	2,5%	3,0%	6,3%	6,0%	11,7%	16,2	15,3	13,7
MSCI EMERGING MARKETS	47315,81	0,3%	2,9%	20,1%	4,4%	11,6%	12,1	11,6	10,4
MSCI PACIFIC	787,29	-2,2%	2,7%	38,0%	6,4%	10,6%	15,0	14,1	12,8
MSCI EM LATIN AMERICA	1861,65	12,2%	3,2%	5,1%	1,6%	14,4%	14,9	14,6	12,7
<i>Source: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregates</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.

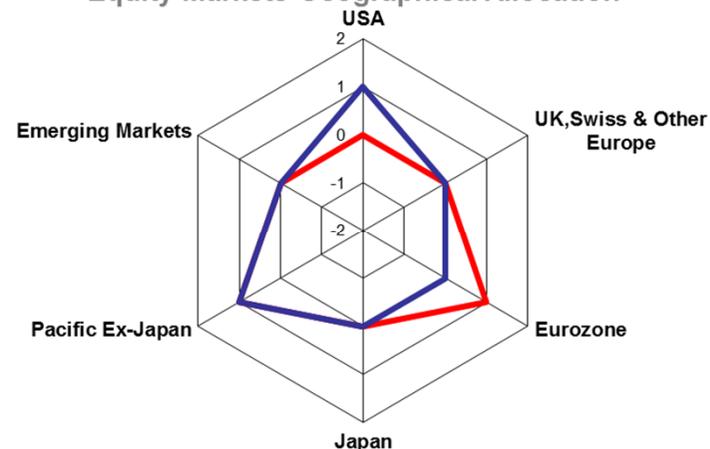
Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



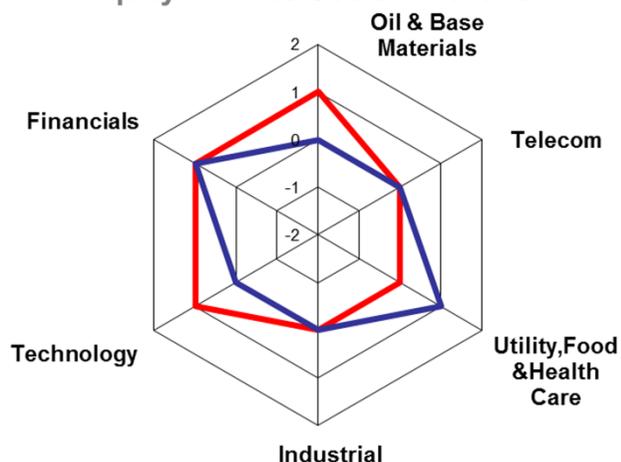
-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo

Equity Markets Geographical Allocation



rosso=mese precedente, blu= mese in corso

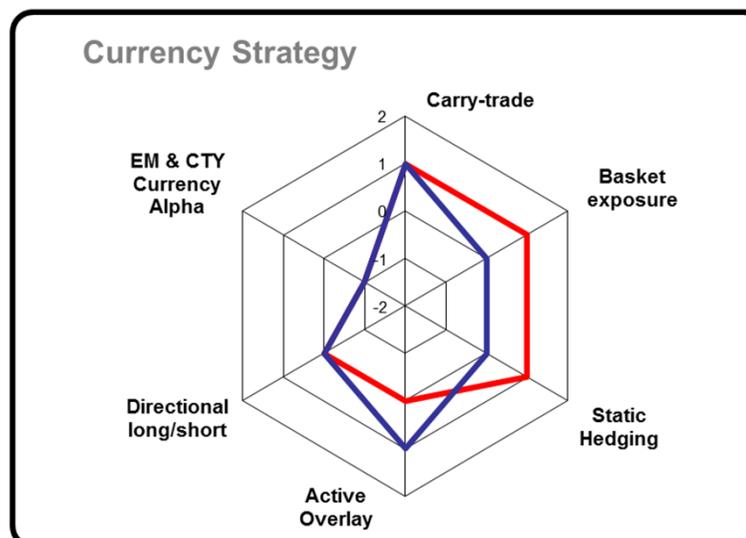
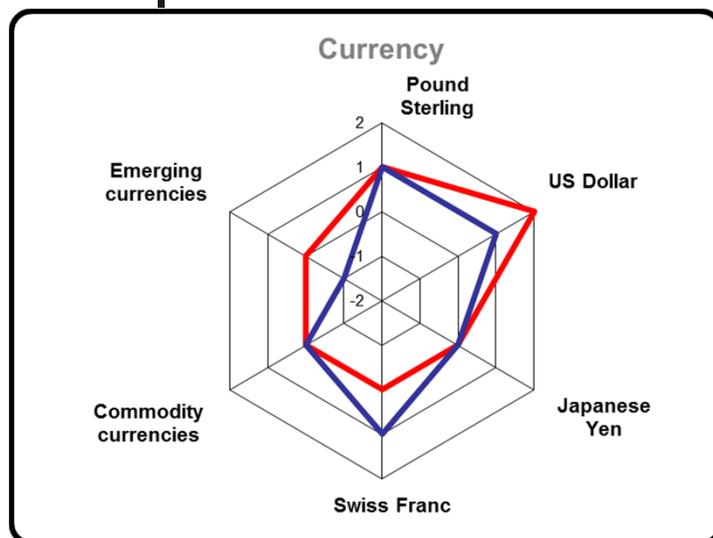
Equity Markets Sector Allocation



Un ciclo globale debole è all'origine di un ampio ribilanciamento dell'Equity. Il peso complessivo del comparto è stato ridotto ancora del 4%, portandosi a NW sul benchmark; la riduzione ha riguardato in particolare Eurozona, penalizzato da un quadro di policy incerto, non compensato dalla debolezza del EUR. E' aumentato il peso di USA per valutazioni relativamente più attraenti; ed EM Asia, positivamente esposto al ciclo USA e per alcuni settori di base. In USA il posizionamento è sul ciclo, ma la forza del dollaro rallenta le aziende multinazionali; preferiti Tecnologie e Financials. Le Utilities sono sostenute da DY superiori al 4%, così come il Real Estate, l'Oil&Gas e l'Insurance.

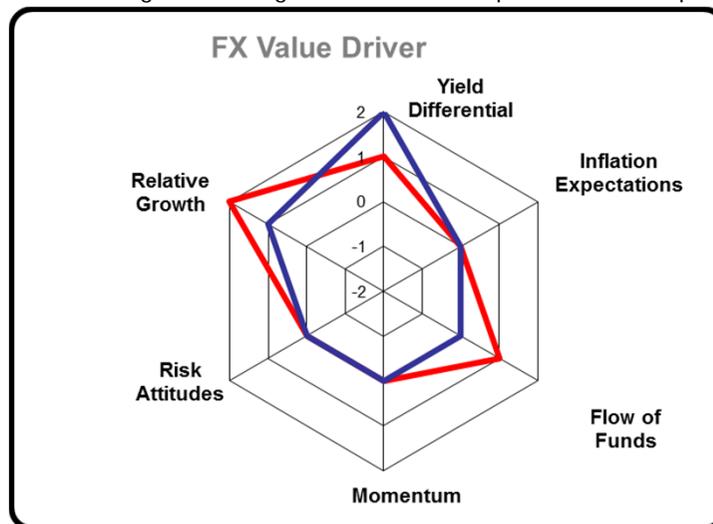
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

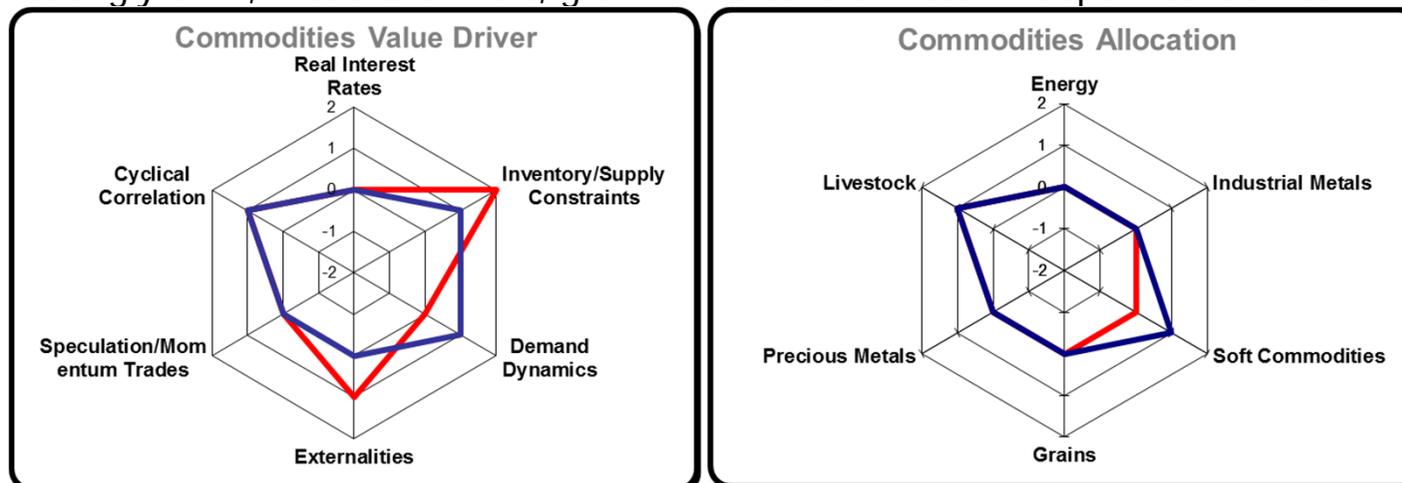


Abbiamo ridotto sensibilmente le posizioni GBP a vantaggio del USD, che è long contro basket JPY, AUD, TRY, SEK, ZAR. EUR rimane in una posizione di debolezza contro USD, per target 1,2650 entro fine anno, mentre la posizione contro GBP è ora neutrale. JPY rimane debole contro tutte le majors, a causa della apparente inefficacia delle politiche monetarie e di una incerta prossima azione di stimolo pubblico. NOK è debole contro USD, ma forte contro le altre divise nordiche, per via della migliore posizione ciclica. Apriamo pertanto una posizione tattica long NOK/short SEK; a MXN e INR aggiungiamo PLN fra 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.

Commodity Markets: strategia

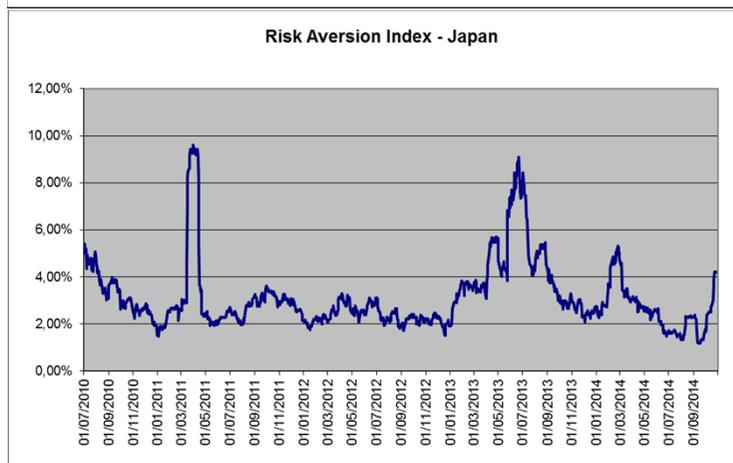
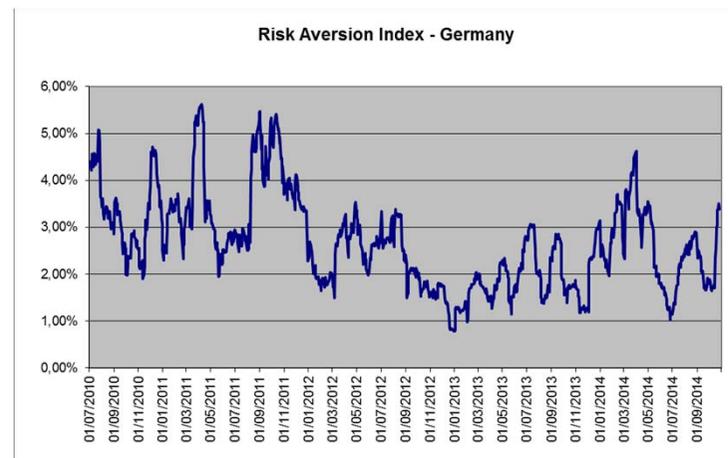
L'insoddisfacente andamento del quadro macro ci induce a mantenere il sottopeso del comparto per il prosieguo dell'anno. Nelle ultime settimane la Cina ha registrato significativi peggioramenti dell'attività economica, in particolare investimenti, produzione e costruzioni. Il complesso dei metalli ne ha risentito, e lo manteniamo a UW a 1-3 mesi. Nel breve vediamo spazi solo per Nickel e Zinco, a causa dei limiti all'export decisi dall'Indonesia e delle sanzioni alla Russia (i maggiori produttori mondiali). Fra i preziosi, il Palladio registra una flessione temporanea per effetto di profit taking da parte degli operatori non commerciali, ma lo attendiamo intorno a quota 893\$/Oz nella media del 2015. L'Energia e i raffinati hanno continuato a flettere, per effetto dell'ampia disponibilità di scorte e delle previsioni della IEA su un sensibile calo della domanda globale nel 2015. Le minacce dell'OPEC su un taglio della produzione, l'approssimarsi della stagione fredda, l'insostenibilità dei progetti di investimento degli operatori petroliferi e l'avvio delle manutenzioni autunnali negli impianti di raffinazione ci inducono a giudicare gli attuali valori del greggio prossimi ai minimi, ma preferiamo coprire il rischio di rialzo comprando protezione piuttosto che avviare una copertura del front-end. La posizione sulle Agricole rimane «strongly UW», le scorte di mais, grani e soia sono ai massimi dopo i raccolti estivi.



-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.

Attitudini degli investitori verso il rischio



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

Le macro view

- Il trimestre estivo, caratterizzato dall'ampliamento dei teatri di crisi geopolitica, e dai crescenti timori per l'esito del referendum in Scozia, ha rafforzato le nostre ipotesi su un indebolimento del ciclo globale: gli USA rimangono da soli a sostenere la ripresa, e per questo essa è più incerta.
- I dati più recenti indicano un peggioramento dell'ambiente economico: Eurozona e Giappone registrano un rallentamento degli indici di attività, in Cina peggiorano investimenti e produzione.
- Le banche centrali hanno rafforzato i propri «commitment» ultra-accomodanti, contribuendo a compensare i rischi sistemici e geopolitici e inducendo una ripresa dell'appetito degli investitori.
- Lo scenario di base si è modificato: la crescita nei paesi avanzati risulterà positiva ma più contenuta delle previsioni nell'ultima parte dell'anno (+2,4% contro +2,9% precedente), nell'ambito di diffusi rischi al ribasso per l'inflazione in Giappone e nell'Eurozona. 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.
- Nei paesi emergenti l'aggiustamento è ormai terminato, e gran parte degli squilibri si sono assorbiti; in Cina tuttavia le «politiche di controllo» allungheranno i tempi della ripresa, mantenendo il GDP sotto il target delle autorità, mentre in Brasile solo le prossime elezioni chiariranno le prospettive economiche; viceversa in India le riforme attraggono investimenti diretti.
- L'impegno della banche centrali a mantenere un «easing bias» per un periodo di tempo ancora lungo attenua la volatilità dei mercati, almeno fino a quando l'inflazione reale rimarrà «controllata».
- Più complicato immaginare che rimanga sotto controllo anche la volatilità macroeconomica, dal momento che le ampie divergenze delle politiche monetarie ed una loro sostanziale inefficacia potranno alimentare incertezze e revisioni delle aspettative, inducendo locali correzioni.

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
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	+	+	STRUCTURED & CONVERTIBLES	+	+
EM - LATAM	-	-	FOREIGN EXCHANGE (€uro cable)		
EM - EAST EUROPE	-	=	UNITED STATES \$	+	+
GOVERNMENT BONDS & SUPRANATIONAL (prices)			BRITISH POUND	=	+
USA	=	-	JAPANESE YEN	-	-
GERMANY (EMU)	+	-	SWISS FRANC	=	=
JAPAN	=	-	COMMODITY CURRENCIES	-	=
UNITED KINGDOM	-	--	HY&EM CURRENCIES	-	=
EUROPE - OTHERS	+	=	COMMODITIES (GSCI indices)		
EMU (ITALY & SPAIN)	=	+	GRAINS	-	=
EMU (OTHER NON CORE)	+	+	SOFT COM. & LIVESTOCK	+	=
CEEMEA	-	=	ENERGY	-	+
SOVEREIGN EM	=	-	INDUSTRIAL	-	=
SUPRANATIONAL	=	+	PRECIOUS METALS	-	-

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

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