

Agosto/Settembre
2014



SCENARIO DI INVESTIMENTO



The Chief Strategist Overview

Nel precedente rapporto avevamo affermato che i mercati sembravano sospesi, in attesa di un evento shock in grado di avviare una rotazione «cross asset class» più ampia. La rotazione c'è stata, ma è andata in una direzione che potremmo definire contro-intuitiva, favorendo le strategie di protezione e non quelle connesse alla crescita. Oggi ha più senso segnalare che sono le economie ad essere sospese, o meglio, appese alla speranza che gli USA – e in misura minore UK – siano avviati definitivamente verso un sentiero di ripresa sostenibile ed in linea con la domanda potenziale (sia pure rivista verso i più moderati livelli post-crisi).

Ma è credibile che gli USA possano mantenere ritmi di sviluppo relativamente elevati quando le principali aree economiche (Cina, Giappone, Eurozona, Brasile e Russia) rallentano vistosamente? Ed è credibile che UK possa conservare un tasso di crescita del GDP superiore al 3,0% quando la manifattura, la produttività, i salari medi e l'inflazione registrano costanti regressioni? E che potranno ancora fare le politiche monetarie in presenza di bolle su alcuni mercati delle attività (ad esempio l'immobiliare in UK, Cina, Spagna, Australia, Norvegia) e di curve dei tassi benchmark sostanzialmente piatte e tendenti a zero?

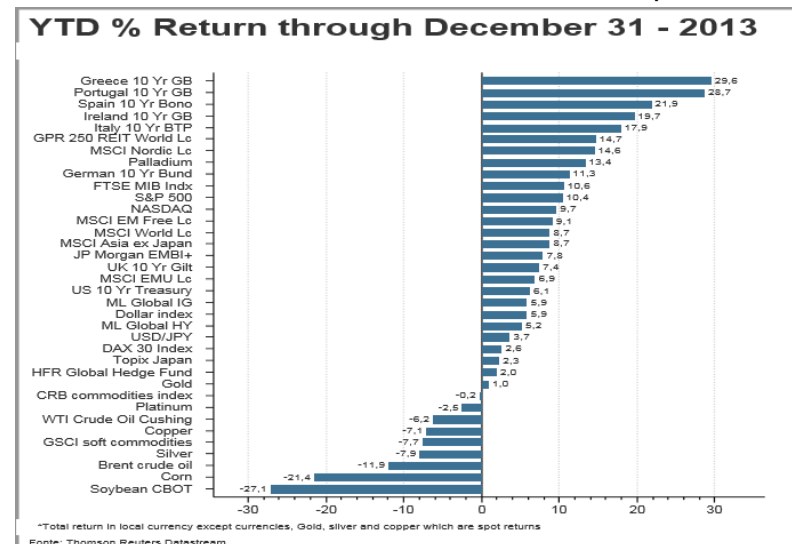
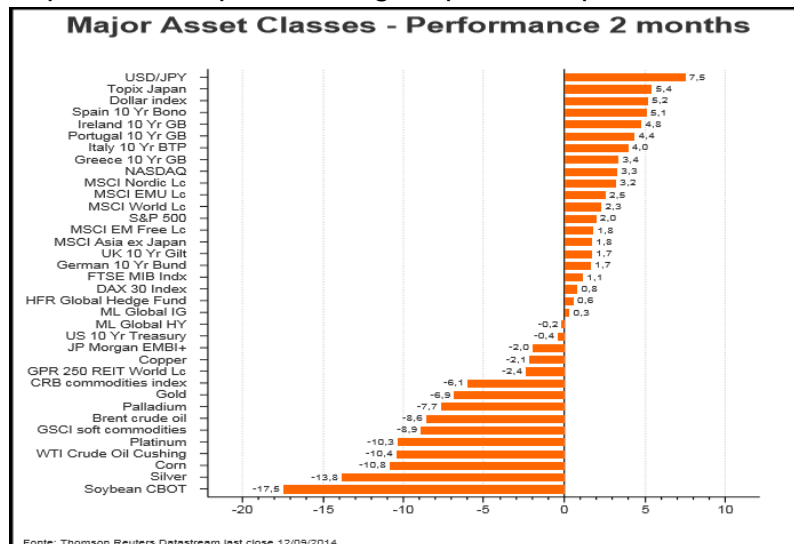
Dei tre fattori in gioco che citavamo a luglio come residui driver delle possibili performance di un portafoglio sbilanciato verso il Credit e l'Equity (tenuta del quadro macro USA, termine dell'aggiustamento negli EM e rischi geopolitici nelle aree sensibili per gli approvvigionamenti di energia) solo il primo sembra essersi consolidato, ma con un margine di incertezza (dovuto al rallentamento del ciclo globale in atto) più elevato.

La perdita di trazione dell'output in Cina è ormai conclamata e visibile in numerosi indicatori congiunturali, mentre le aspettative indicano un'imminente svolta nel segno delle politiche monetarie in USA e UK, con effetti ancora non incorporati nei prezzi di mercato di numerose attività finanziarie degli Emerging Markets, tutti fattori che potranno ritardare i tempi dell'aggiustamento. I rischi geopolitici sono infine aumentati, e l'appesantimento delle sanzioni alla Russia ha indotto una sensibile riduzione delle stime di crescita relative sia alla Russia che all'Eurozona.

E' stata quindi una conseguenza - sia pure all'interno di valutazioni parametriche complesse e di numerosi fattori di interazione - naturale dell'evoluzione del quadro tecnico, la flessione delle curve dei tassi benchmark e l'incremento degli Equity Risk Premium, che hanno indotto una significativa ricomposizione dei portafogli. La contestuale compressione dei P/E (per via soprattutto di una riconsiderazione delle valutazioni alla luce di uno scenario macro più debole) non ha tuttavia reso sistematicamente più attraente l'Equity, perché una stima più robusta dei parametri «cross-section» ha consigliato di caricare rendimenti «risk-adjusted» meno condizionati dai fattori di volatilità sistematici ed idiosincratici. Di qui la limitata sensibilità del Credit, la correzione dell'Equity e il rally dei Treasury DM.

Le performance dei mercati (12 luglio/12 settembre)

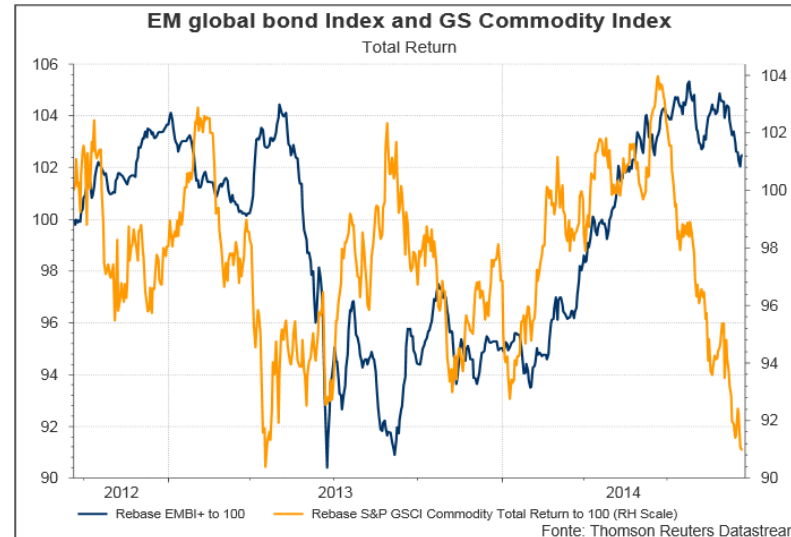
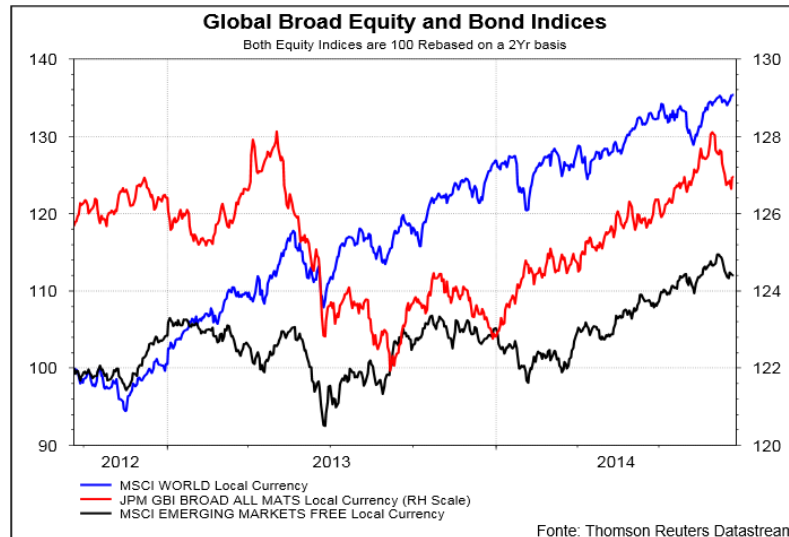
Il bimestre estivo ha visto una distribuzione simmetrica delle performance delle principali asset class, caratterizzata da un elevato appetito per le attività protettive (in particolare le emissioni sovrane DM) e un'elevata avversione per le attività cicliche (in particolare tutto il complesso delle commodity). Gli investitori istituzionali sono stati quindi palesemente impegnati a scaricare dai portafogli globali le attività rischiose (in particolare le small-cap) e le commodity (entrambe correlate al quadro dei fondamentali macroeconomici) e a caricare le attività «tematiche», ovvero quelle supportate dalla rivalutazione (in senso peggiorativo) dello scenario e dei rischi geopolitici (il Dollaro, gli spread sovrani EMU, l'Equity Tech in Asia e USA supportato dai bassi livelli attesi dei tassi di interesse). L'apprezzamento di USD e la preferenza per gli spread periferici EMU fanno segnare i migliori risultati positivi, mentre in negativo si segnalano perdite superiori all'8,0% nel bimestre per i metalli preziosi e la varietà di grezzo Brent Mare del Nord, superiori al 15,0% per le agricole (deprese da eccesso di scorte e raccolti eccezionali). Sui metalli preziosi le storie sono tuttavia molto diverse: Oro e Argento scontano livelli di avversione al rischio controllati, un quadro inflazionistico molto debole e soprattutto le correlazioni negative con USD. Platino e Palladio sono in effetti scesi, ma il movimento appare più il riflesso di operazioni di profit-taking da parte di operatori non commerciali che il risultato di una modifica delle aspettative.



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 (espansive in Giappone e EMU, da neutrali a rigorose in USA e UK). La forza dell'economia USA è stata bilanciata dalla debolezza di Cina, Giappone e EMU, spingendo ad un incremento della volatilità macroeconomica. Da ultimo, sono aumentati i rischi geopolitici. La rotazione che ne è derivata ha lasciato spazi per i bond sovrani DM e, in misura minore e più selettiva, per l'equity DM, ma ha depresso le commodity, l'equity e i bond EM. Va sottolineato che in media i rischi geopolitici non sono stati driver uniformi della ricomposizione dei portafogli, ma temi da qualificare per finalità ed effetti di mercato: in particolare, l'irrigidimento della sanzioni alla Russia ha depresso la crescita e l'inflazione EMU, favorendo i bond sull'equity; l'attenuazione della crisi Ucraina ha indotto un calo dell'energia; l'avanzata dell'ISIS ha rafforzato le aziende dei settori sicurezza e armamenti; la protesta a Hong Kong ha svelato flussi netti negativi dall'Asia.

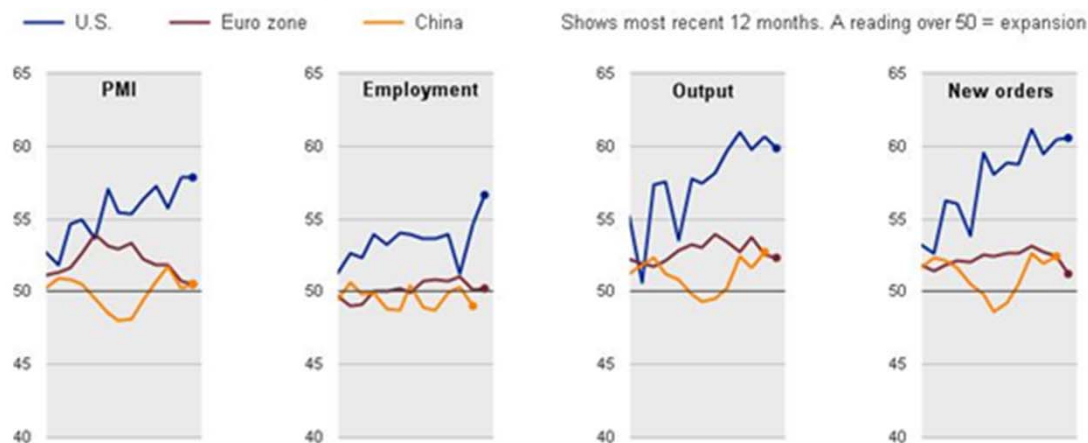


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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, ma il ciclo non è in fase e si accumulano scompensi a causa delle diverse scelte di politica economica e monetaria operate dalle autorità nazionali. Ne dà evidenza la divaricazione degli indici PMI, le cui componenti registrano un'elevata crescita in USA e un sensibile calo in Cina ed Eurozona. Nei paesi Emergenti, gli squilibri di parte corrente sono in generale rientrati, ma restano bolle ed eccessi nei mercati delle attività, e ritmi dell'inflazione endogena e del credito che esigono un controllo attento del tasso di cambio e della domanda domestica. Insieme al calo dell'output in Cina, ciò determina un rallentamento dei ritmi dell'aggiustamento, e ritardi per i tempi dell'atterraggio.
- I dati recenti segnalano un recupero del ritmo di crescita in USA, dove il GDP è aumentato del +1,2% in H1-2014, dopo la caduta del primo quarto (-2,1%). La sensibilità del dato all'export netto ed alle scorte ci fa rimanere cauti sul prosieguo del 2014, e il World GDP 2014 è stato ridotto a +2,4% da +2,6%, mentre per il 2015 la stima è passata da +3,2% a +3,0%.

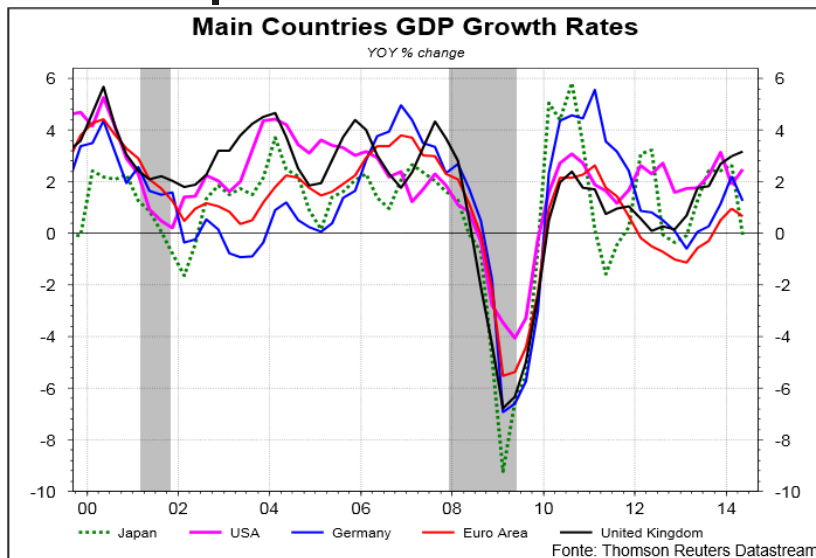
Markit PMI: U.S., the euro zone and China



Source: Thomson Reuters Datastream — Reuters graphic/Stephen Culp 9/23/2014

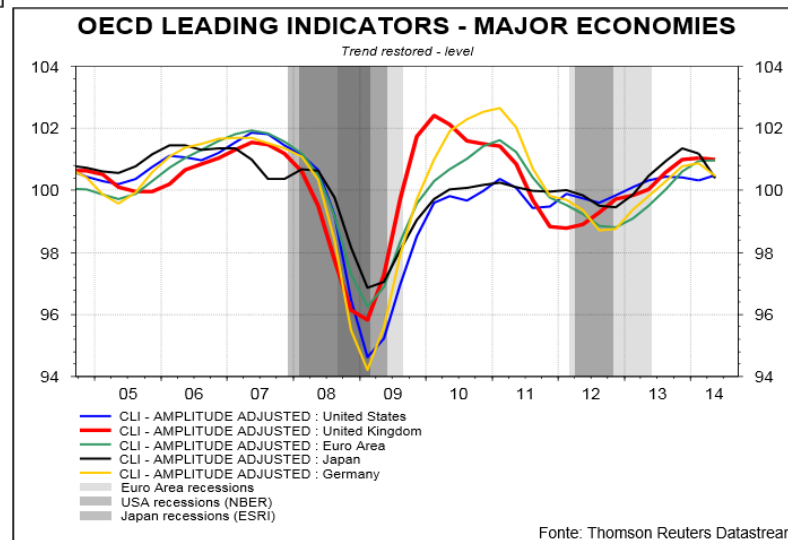
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Scenario macroeconomico globale



Gli indici anticipatori dell'OCSE segnalano un appiattimento o una flessione del ciclo economico nelle aree principali. Essendo il risultato delle dinamiche di sotto-indici congiunturali e di aspettativa, esso costituisce un indicatore robusto dello stato del ciclo, ancorché non sia in grado di misurare la dimensione assoluta del rallentamento economico in atto. L'attenuazione della domanda è diffusa, ed è all'origine del nuovo calo dei tassi di interesse di mercato.

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.

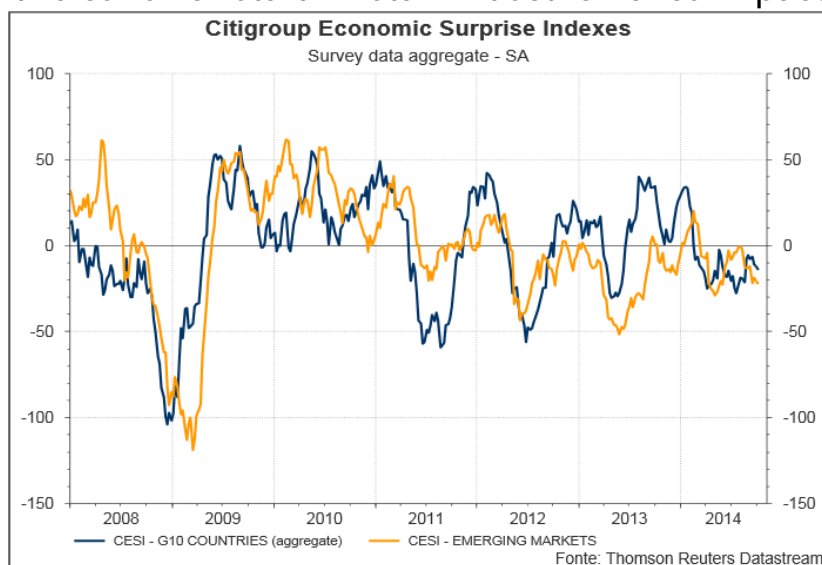
Macroeconomic Projections - GDP YOY % Growth Rate						
Country	2013	2014	2014	2015	2014	2015
	Final	Carry-on	Consensus	Consensus	Our Estimate	Our Estimate
USA	2,20%	0,70%	2,10%	3,10%	2,00%	3,40%
United Kingdom	1,70%	1,20%	3,10%	2,60%	3,00%	2,80%
Japan	1,50%	-0,70%	1,20%	1,30%	1,10%	1,30%
Euro Area	-0,40%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

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

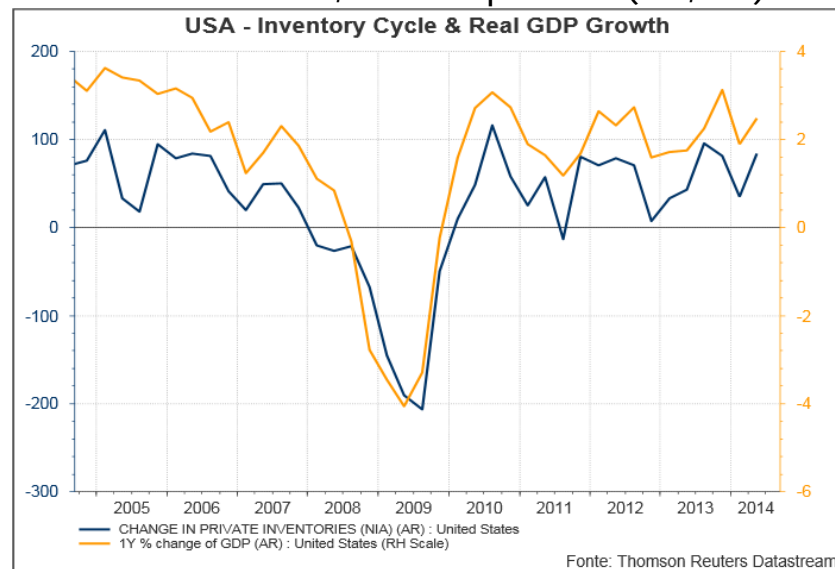
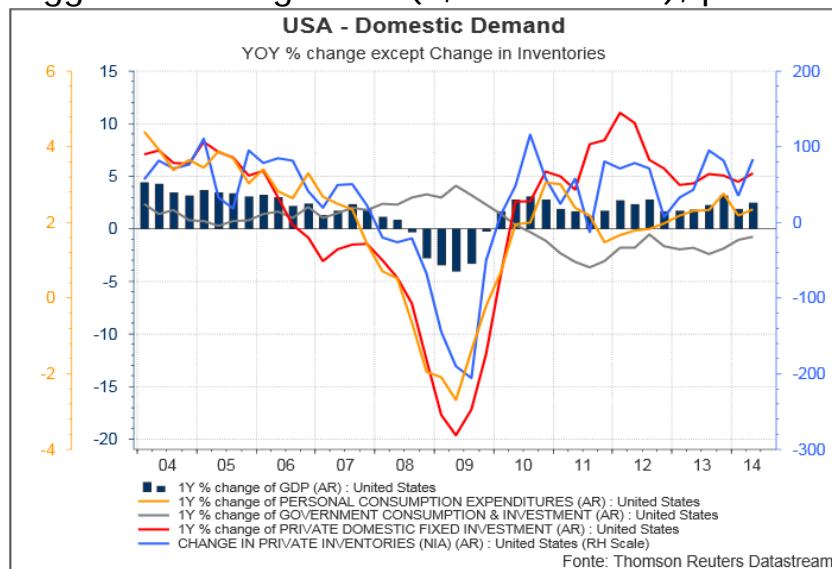
Gli indici di sorpresa economica confermano le indicazioni emerse dall'analisi congiunturale: la dinamica delle rilevazioni mensili è discendente, ma la dispersione delle variazioni è molto schiacciata, sia per i paesi G10 che per il complesso degli Emergenti. Ciò si traduce in una compressione delle 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

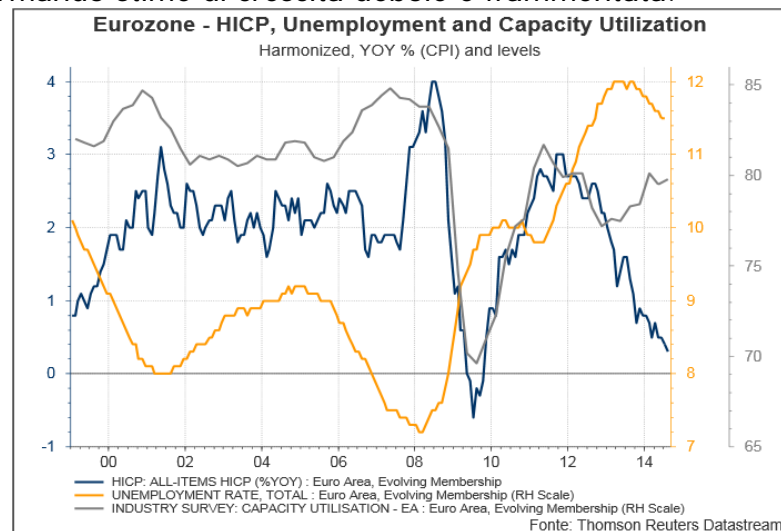
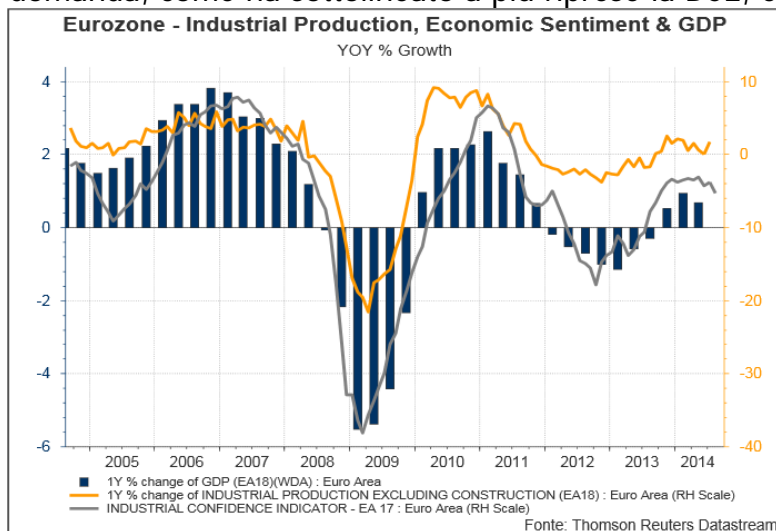
Durante l'estate i dati USA hanno confermato un significativo miglioramento del GDP in Q2-14 (+4,6% QOQ saar), che ha fatto seguito ad un calo del -2,1% rivisto nel Q1-14. Giova tuttavia sottolineare come gli USA siano rimasti soli a trascinare la crescita globale, gettando un'ombra sulla sostenibilità delle tendenze in atto. Gli indici di attività economica hanno continuato ad irrobustirsi nel Q3-14, benché il ritmo di incremento delle buste paga sia stato meno soddisfacente. Gli indicatori anticipatori ISM sono ai massimi da dieci anni, ma l'eccessiva dipendenza della domanda aggregata dal ciclo delle scorte ed i possibili effetti sull'export netto del rallentamento economico globale in atto rendono incerto l'atterraggio del 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 FED ne ha preso atto e nel suo ultimo FOMC ha di nuovo ridotto la stima del GDP a lungo termine (2,0%-2,3% il range). 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

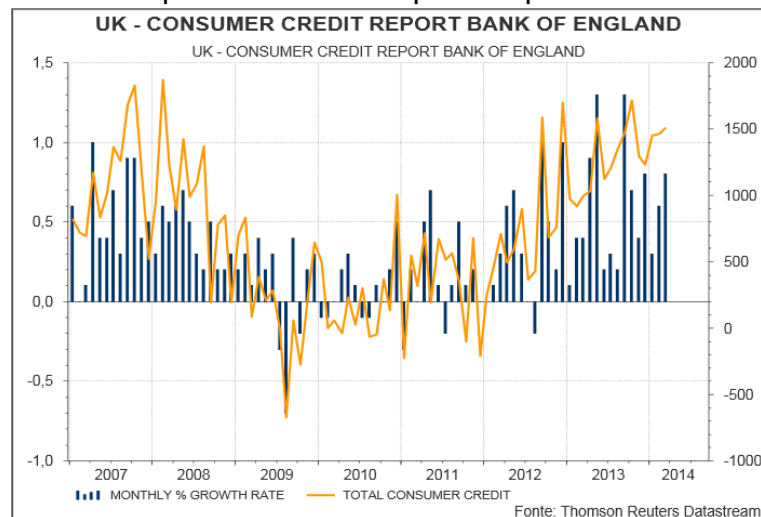
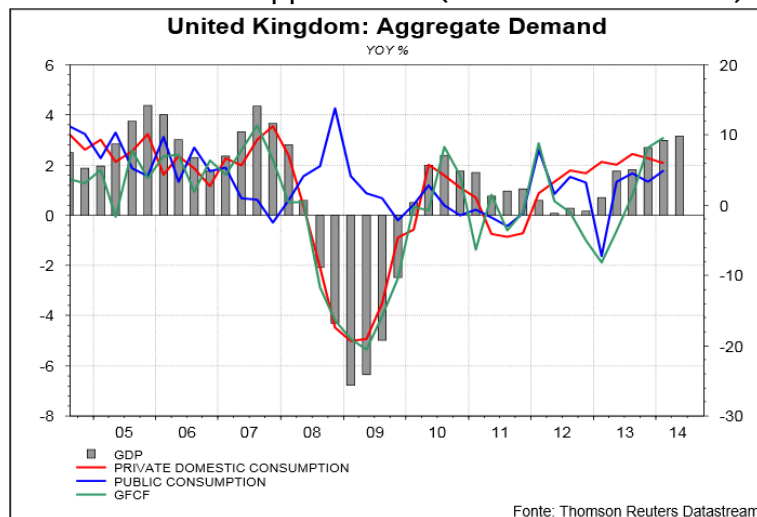
I ritmi di crescita nell'Eurozona sono diminuiti nel Q2-14, registrando un sostanziale appiattimento del GDP su base trimestrale. I risultati delle indagini suggeriscono che anche nel Q3-14 l'attività economica ha perso trazione: in particolare, gli indici PMI manifatturieri nei principali paesi dell'area 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: United Kingdom

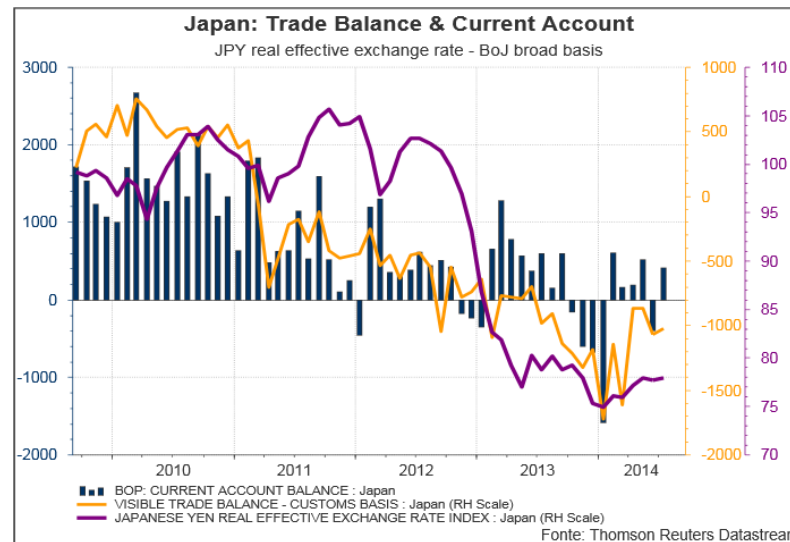
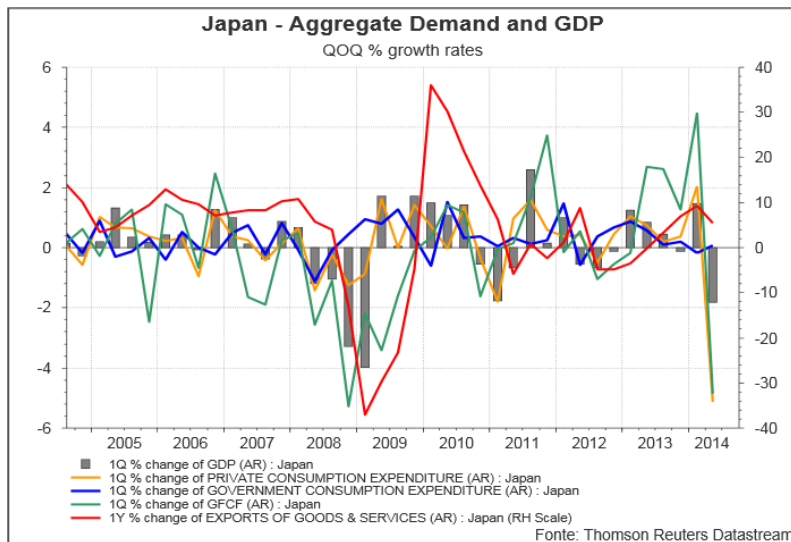
L'economia UK ha fatto segnare un tasso di espansione del GDP del 3,7% QOQ saar nel Q2-14, grazie soprattutto al contributo dei servizi e in particolare quelli legati alla piazza finanziaria di Londra. Recentemente si è osservato un rallentamento del settore manifatturiero, che si è riflesso nei risultati delle indagini presso le imprese e che quindi anticipa un possibile indebolimento dell'attività nei prossimi mesi. Le previsioni rimangono improntate ad un cauto ottimismo, anche a seguito dei risultati del referendum in Scozia, ma proprio dagli impegni di politica economica e fiscale del Governo di Londra, conseguenti al risultato referendario, ci aspettiamo un incremento della volatilità macroeconomica. Pertanto, pur confermando una previsione di crescita del GDP per il 2014 del +3,0%, riteniamo che i rischi al ribasso siano di recente sensibilmente aumentati. Dal punto di vista del data-flow, rimane solida la domanda finale, con una certa accelerazione per la componente investimenti privati. Nonostante la crescita elevata del credito al consumo, le vendite finali di beni e servizi registrano una sensibile attenuazione, peraltro connessa al ritmo insoddisfacente di crescita dei salari. Stupisce che alla ripresa degli investimenti in capitale fisico non corrisponda un incremento della produttività e dell'output industriale, un fenomeno spiegabile soltanto con la persistenza di un'ancora elevata disponibilità dei fattori. Ed è questo il motivo per il quale la BoE mantiene un atteggiamento più accomodante del consenso sui tempi e le modalità della normalizzazione, benché l'accumulo di un doppio deficit (esterno e domestico) le rendano il compito decisamente più complicato.



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

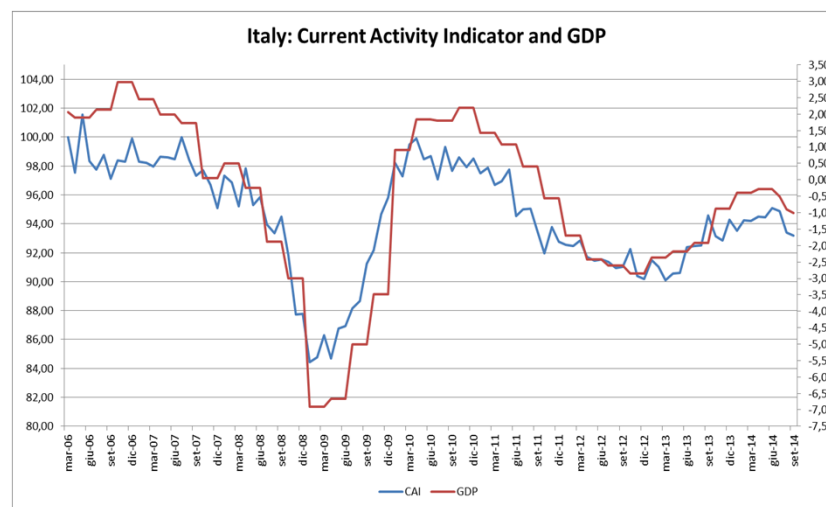
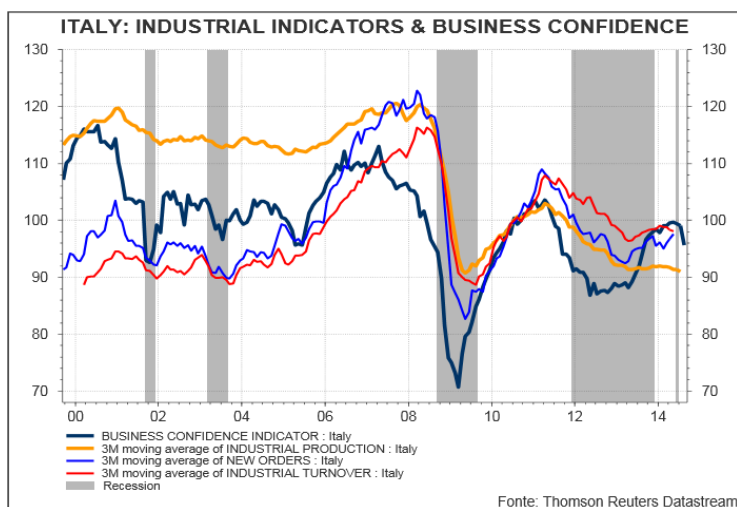
Nonostante la fiducia delle autorità monetarie e del governo, l'economia giapponese evidenzia diffuse incertezze, che costringono i previsori a rivedere continuamente le stime. Da ultimo, sono stati i dati sulla produzione industriale a lanciare un messaggio recessivo, con un calo annualizzato che in 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: Italia

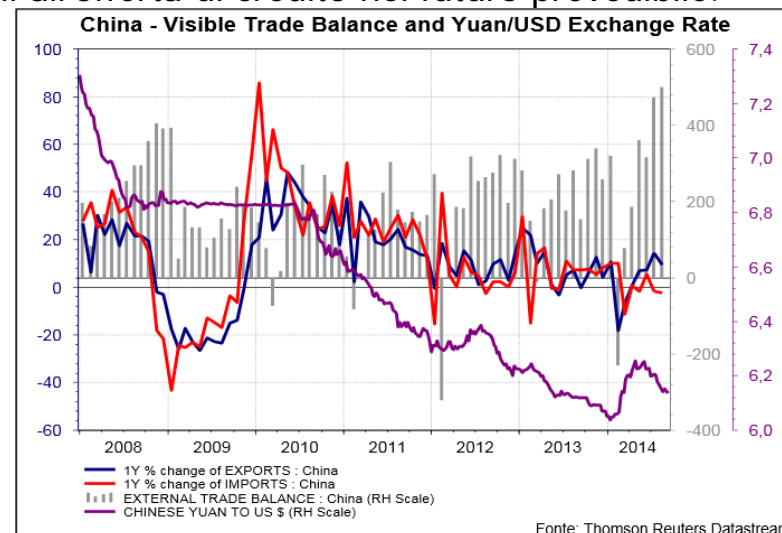
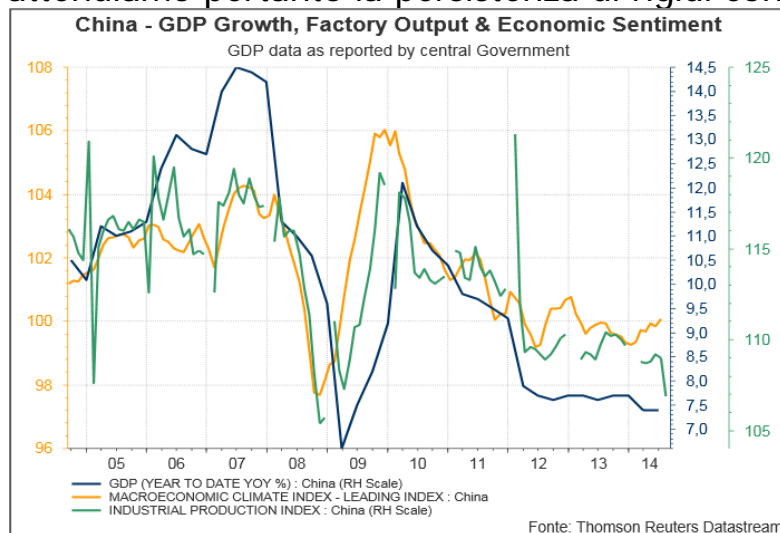
Nel secondo trimestre del 2014 il GDP ha registrato una flessione del -0,2% rispetto al Q1-14, e del -0,3% su base tendenziale. Le anticipazioni per il Q3-14 non sono migliori, ed anzi, sulla base del nostro indice composito anticipatore del ciclo, la caduta potrebbe essere ancora più accentuata e prossima al -0,7% su base tendenziale. D'altra parte, quasi tutti i sotto-indici registrano la presenza di un segno negativo a partire da luglio, con la sola eccezione delle immatricolazioni di automobili, che hanno fatto seguito ad aggressive campagne promozionali da parte di quasi tutte le case. Piccoli sintomi di attenuazione della fase negativa rivengono anche dagli indicatori del mercato del lavoro, ma sono ancora troppo blandi e soprattutto intervengono in una fase caratterizzata da elevata stagionalità per essere presi per buoni. L'Italia quindi si ritrova in recessione, che tuttavia va considerata mai terminata dal Q3-11, dal momento che vi ha fatto eccezione solo l'ultimo quarto del 2013. Per i prossimi mesi rimaniamo pessimisti sulla domanda aggregata: non si sono registrati effetti dalla restituzione degli 80 € euro, anche perché l'elasticità marginale dei consumi al reddito è inferiore all'unità dopo la crisi (è l'effetto dell'incertezza lavoro/salari/fiscalità). Non ci sono spazi di bilancio, anche se i risultati della spending review si portassero in toto su altre voci di spesa invece che a capitale del saldo primario. C'è un'elevata incertezza sui parametri e sulla ipotizzata flessibilità europei, e c'è un quadro esterno che non supporta la tenuta dell'export netto. Il risultato è che l'aggiustamento sarà troppo lungo, nonostante il sostegno dei tassi in calo, con rischi di volatilità dal news flow.



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

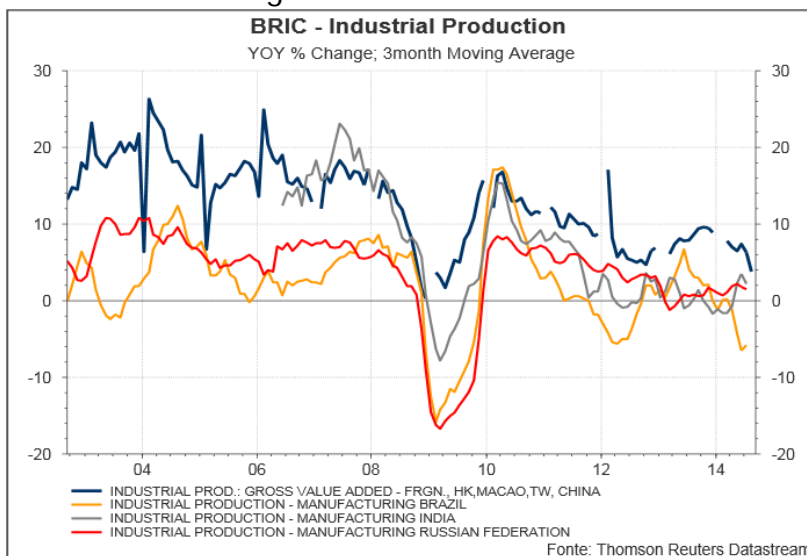
In Cina i dati più recenti hanno sorpreso al ribasso, ed hanno fatto deragliare le ipotesi di consolidamento della crescita in estate. In particolare, il crollo della produzione industriale e degli investimenti privati domestici, unitamente alla flessione dell'export, hanno indotto il consenso ad una 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-corruzione; 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.



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

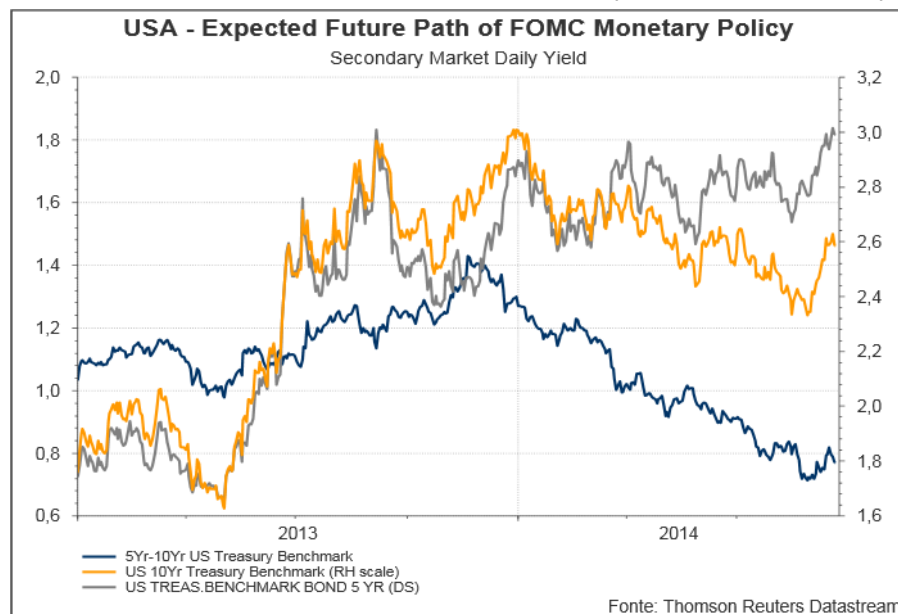
Le tensioni negli EM rimangono contenute, ma uno scenario macroeconomico globale meno favorevole contribuisce a ritardare i tempi dell'aggiustamento rispetto a quanto stimato all'inizio dell'estate. Sono rimasti per ora confinati alle aree direttamente interessate i rischi geopolitici (che caso mai hanno avuto più impatti negativi fra i DM), mentre si segnala un notevole peggioramento del quadro di previsione per i paesi esportatori di materie prime. In particolare, la continua caduta dei prezzi dei metalli industriali da inizio anno ha appesantito la dinamica della domanda aggregata in Indonesia, e rafforzato gli effetti depressivi di condizioni monetarie molto rigide. I rischi di svolta nel segno delle politiche monetarie in USA e UK alimentano ipotesi di rialzo dei tassi benchmark, mentre lo spettacolare apprezzamento di USD contribuisce a deprimere il basket di «commodity & emerging currencies». Sono meno colpiti i bond sovrani EM, specie laddove gli eccessi di bilancia dei pagamenti sono stati assorbiti, e questo vale per l'India – che ha annunciato ulteriori manovre di consolidamento fiscale –, per la Korea (la banca centrale si è detta pronta ad allentare i tassi se l'economia dovesse ancora rallentare) ed il Messico (il cui conto corrente ha beneficiato di un sensibile incremento delle rimesse dei migranti). La debolezza dell'output e degli investimenti in Cina, l'irrigidimento e l'estensione delle sanzioni alla Russia e la sfavorevole accoglienza di un nuovo incarico al governo Rousseff in Brasile sono elementi negativi per il complesso EM nel futuro prevedibile.



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.

Federal Reserve e FOMC

L'ultima riunione ha rafforzato le esitazioni del FOMC, che da un lato ha mantenuto le «forward guidance» inalterate (l'accomodamento monetario continuerà per un tempo considerevole), ma dall'altro ha alzato le proiezioni sui Fed Funds Target rates, facendo apparire i tassi a termine di mercato molto al di sotto della proiezione stessa. Nel comunicato, inoltre, la FED rileva che l'inflazione di fondo si muove al di sotto dell'obiettivo di lungo periodo, e che permangono condizioni diffuse di sottoutilizzo nel mercato del lavoro. La previsione relativa al tasso di crescita del GDP 2014 è stata ridotta rispetto alla proiezione di giugno, ma da sottolineare è la flessione della componente di lungo termine della domanda, che equivale ad una revisione al ribasso dell'output potenziale. Noi ci siamo domandati il motivo per il quale il mercato è più ottimista della FED riguardo i livelli dei tassi attesi e le modalità della normalizzazione, e lo abbiamo ritrovato nelle evidenze di una crescita globale molto più debole del previsto nei prossimi mesi. In tale contesto, un eccessivo apprezzamento di USD può rendere i dati macro – da cui secondo la FED dipenderà il passo della politica convenzionale – non coerenti con l'avvio di un processo di rialzo, rinviandolo.

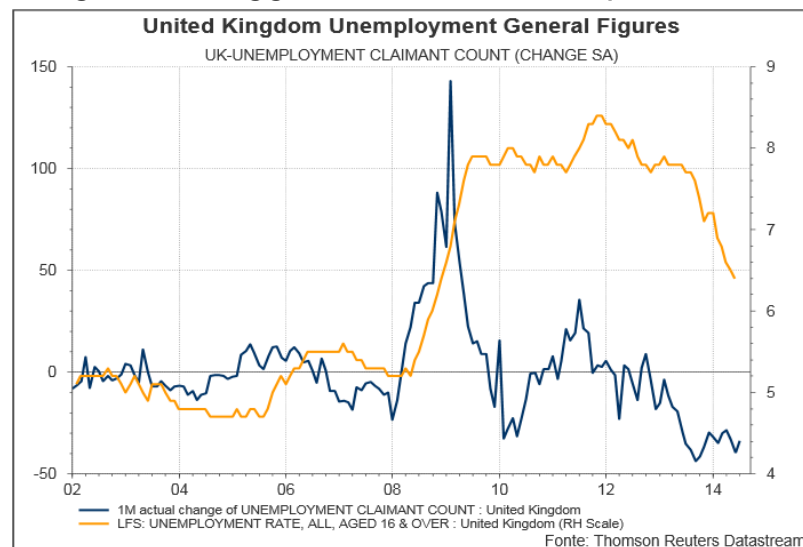
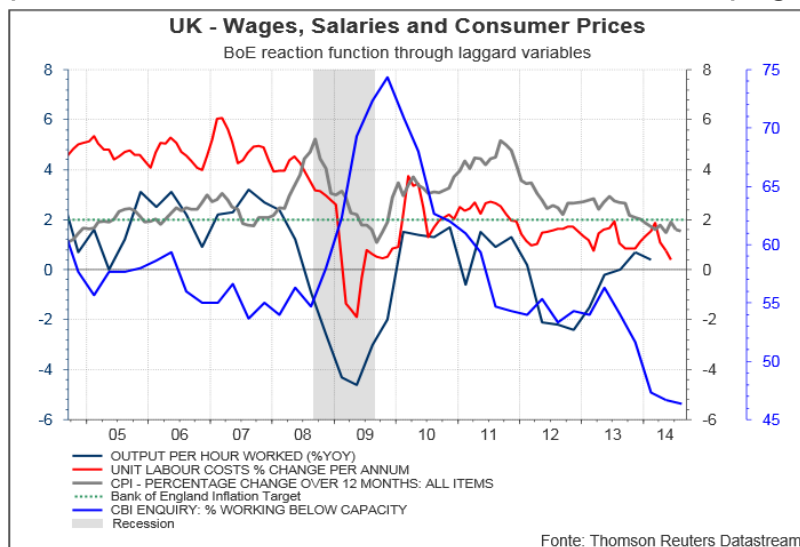
Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, September 2014										
Variable	Central tendency %					Range %				
	2014	2015	2016	2017	Longer run	2014	2015	2016	2017	Longer run
Change in real GDP.....	2.0 to 2.2	2.6 to 3.0	2.6 to 2.9	2.3 to 2.5	2.0 to 2.3	1.8 to 2.3	2.1 to 3.2	2.1 to 3.0	2.0 to 2.6	1.8 to 2.6
June projection....	2.1 to 2.3	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	n.a.	2.1 to 2.3	1.9 to 2.4	2.2 to 3.6	2.2 to 3.2	n.a.	1.8 to 2.5
Unemployment rate.....	5.9 to 6.0	5.4 to 5.6	5.1 to 5.4	4.9 to 5.3	5.2 to 5.5	5.7 to 6.1	5.2 to 5.7	4.9 to 5.6	4.7 to 5.8	5.0 to 6.0
June projection....	6.0 to 6.1	5.4 to 5.7	5.1 to 5.5	n.a.	5.2 to 5.5	5.8 to 6.2	5.2 to 5.9	5.0 to 5.6	n.a.	5.0 to 6.0
PCE inflation.....	1.5 to 1.7	1.6 to 1.9	1.7 to 2.0	1.9 to 2.0	2.0	1.5 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.1	1.7 to 2.2	2.0
June projection....	1.5 to 1.7	1.5 to 2.0	1.6 to 2.0	n.a.	2.0	1.4 to 2.0	1.4 to 2.4	1.5 to 2.0	n.a.	2.0
Core PCE inflation.....	1.5 to 1.6	1.6 to 1.9	1.8 to 2.0	1.9 to 2.0	---	1.5 to 1.8	1.6 to 2.4	1.7 to 2.2	1.8 to 2.2	---
June projection....	1.5 to 1.6	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	n.a.	---	1.4 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	n.a.	---

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

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

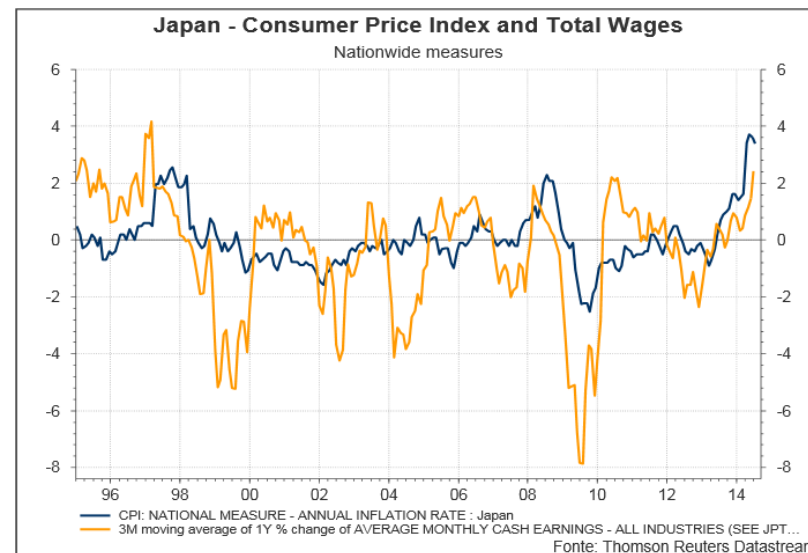
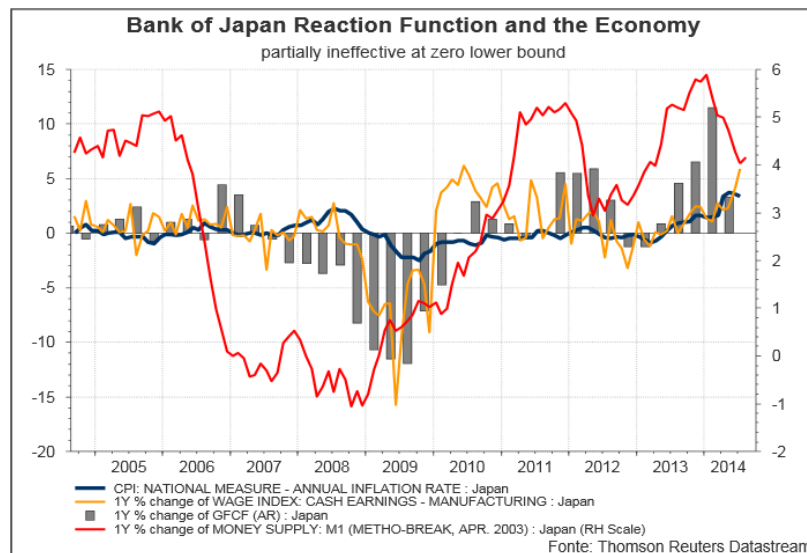
Bank of England

L'Inflation Report pubblicato dalla BoE a metà agosto ha reiterato un messaggio rassicurante per gli operatori: sia pure osservando una graduale flessione della capacità produttiva inutilizzata, essa è ancora intorno al 1,0% del GDP, ed occorrerà attendere prima di considerare un rialzo dei tassi. L'ammontare della componente sottoutilizzata dei fattori rimane un elemento determinante per la previsione dei tempi del primo rialzo dei tassi di policy, specialmente alla luce della persistente debolezza dei salari e della produttività, e del precedente apprezzamento del cambio (la BoE è preoccupata del crescente deficit di parte corrente). La nostra ipotesi è che un rialzo dei tassi potrà esserci non prima di marzo 2015, vista la sostanziale assenza di pressioni inflazionistiche di fondo, che rendono insostenibili manovre di contenimento anticipate. La delega del controllo di stabilità finanziaria ad un apposito organo di supervisione restituisce margini di libertà alla politica della BoE, che riteniamo agirà con un primo e probabilmente unico rialzo di 25 punti base a marzo del prossimo anno, con la sola finalità di accompagnare un graduale aggiustamento delle aspettative.



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.

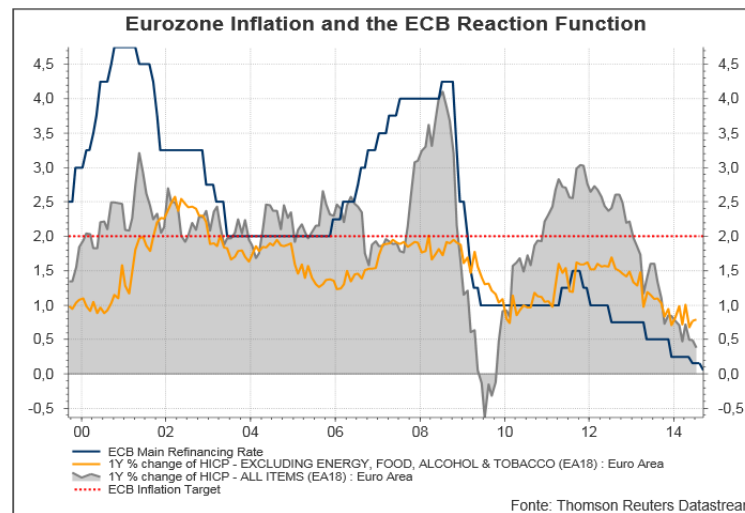
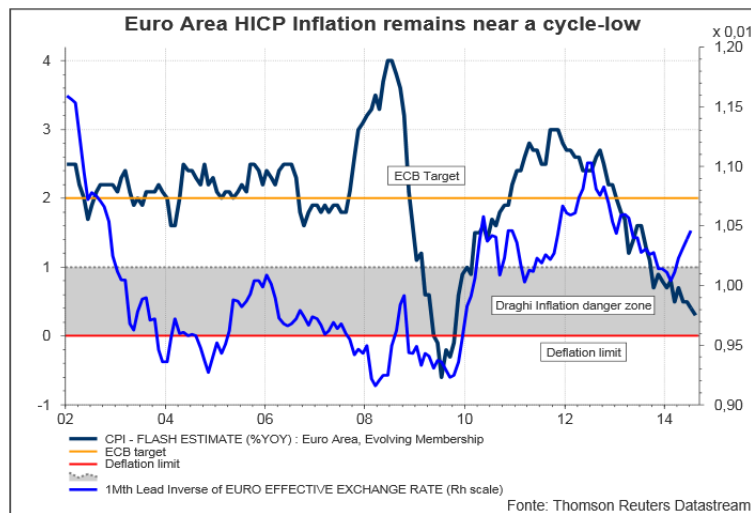
Nonostante una contrazione dell'attività economica apparentemente drammatica nel Q2-14 (effetto primario del rialzo della tassa sui consumi di tre punti percentuali) la BoJ rimane fiduciosa sul raggiungimento degli obiettivi annunciati, e pur prendendo atto di un probabile rallentamento della crescita nell'intero 2014, continua a rifiutare aperture di un «easing» imminente. In effetti i segnali rivenienti dalle variabili osservate dalla banca centrale sono abbastanza coerenti: i salari reali hanno di recente confermato una dinamica rialzista molto accentuata e molto diffusa, data anche dalla modifica di numerosi contratti a termine in contratti a tempo indeterminato. Il tasso di inflazione ha di recente mostrato un andamento più riflessivo, ma un accentuato indebolimento dello yen può nel prosieguo giustificare un recupero. Le condizioni finanziarie rimangono accomodanti, ma l'irrigidimento fiscale ha prodotto un incremento del tasso di risparmio che non supporta gli investimenti in Capex. Riteniamo che la BoJ sia pronta a compensare i rischi di deragliamento del ciclo con operazioni di policy più aggressive, a politiche di bilancio invariate.



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

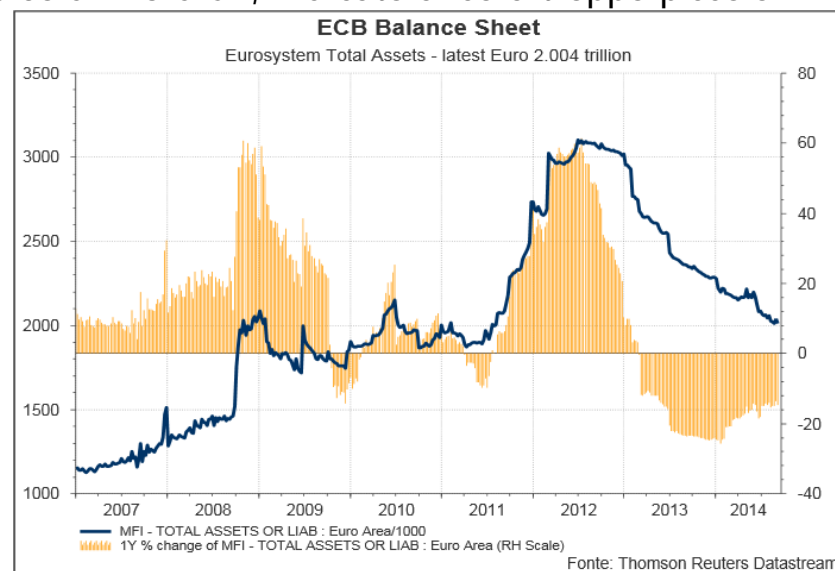
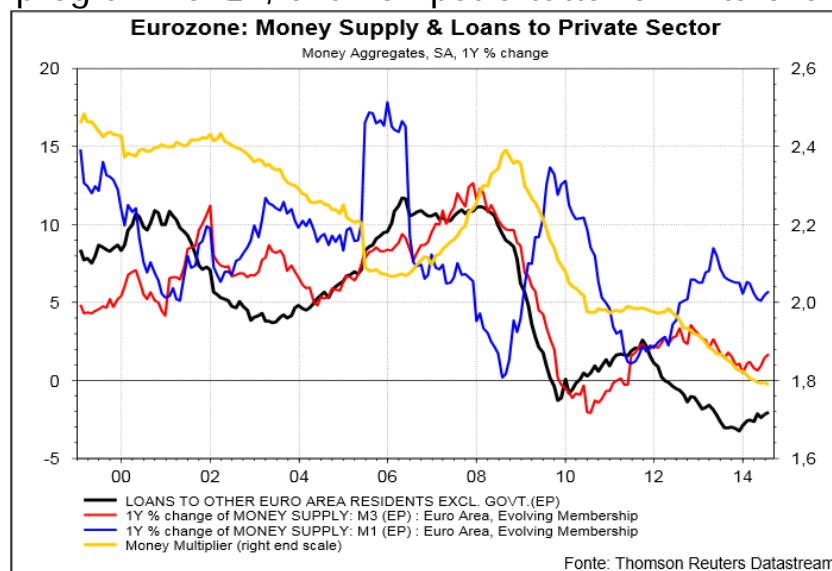
La BCE ha rafforzato ad inizio settembre il proprio impegno contro la deflazione e le distorsioni nel meccanismo di trasmissione degli impulsi di politica monetaria nell'Eurozona, decidendo un nuovo taglio dei tassi di interesse (-10 punti base su tutte le operazioni di finanziamento e di deposito tradizionali) e annunciando l'avvio di un più vasto programma di acquisto a fermo di ABS e Covered Bonds. L'annuncio è intervenuto in un contesto economico europeo e globale molto più depresso di quanto misurato a giugno, nell'Eurozona indebolito anche dalle sanzioni alla Russia e dagli effetti a cascata sull'output e sulla fiducia in Germania. L'effetto è stato marcato sulle curve benchmark e sugli spread periferici, il Bund decennale è crollato sotto lo 0,9% di rendimento. Effetti indiretti anche sulla curva USA, scesa per via dell'aumentata domanda di rendimento sovrano differenziale, dopo il crollo di quello in €uro. Manteniamo dubbi sulla capacità del piano di QE di alimentare la circolazione creditizia: in termini quantitativi ci aspettiamo che la BCE non riesca a rispettare l'obiettivo di incremento del bilancio di 1Trillion€ entro il 2016 (stimiamo +650Billion€), a meno di ipotizzare l'estensione del QE ai Sovereign EMU.



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 resta frenato dalla flessione dell'offerta di moneta. Le recenti misure della BCE, in particolare le TLTRO, hanno lo scopo di rilanciare il credito al settore privato non finanziario, in particolare le imprese. Tuttavia, come l'esito della prima operazione ha dimostrato, crediamo che l'impatto degli interventi sull'economia reale possa risultare inferiore alle aspettative, perché la dimensione attesa delle TLTRO (340mld€ dopo la bassa partecipazione alla prima) pare inadeguata a supportare il credito nell'Eurozona nel suo complesso. Recenti indagini della BCE mostrano come le PMI in Europa siano restie ad avviare una domanda di credito, anche perché le risposte delle banche sono troppo lente; riteniamo quindi che la BCE avvierà un articolato programma QE, che non potrà tuttavia limitarsi alle sole ABS e CB, mercato ancora troppo piccolo.



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.

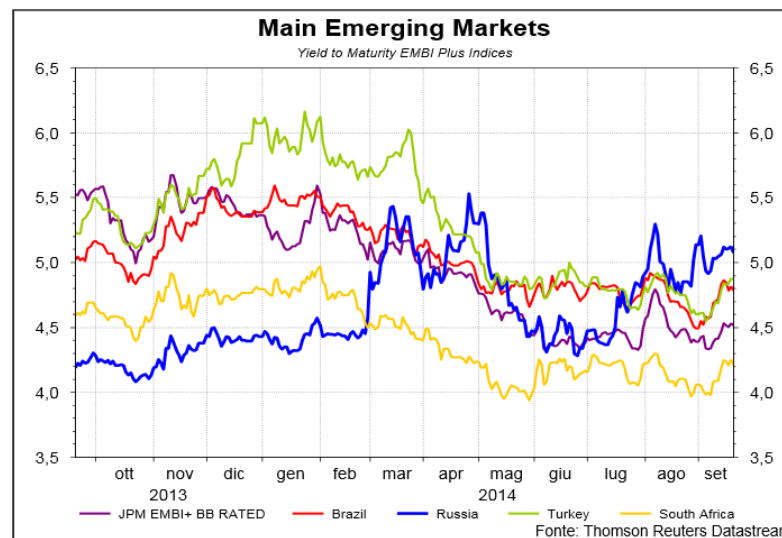
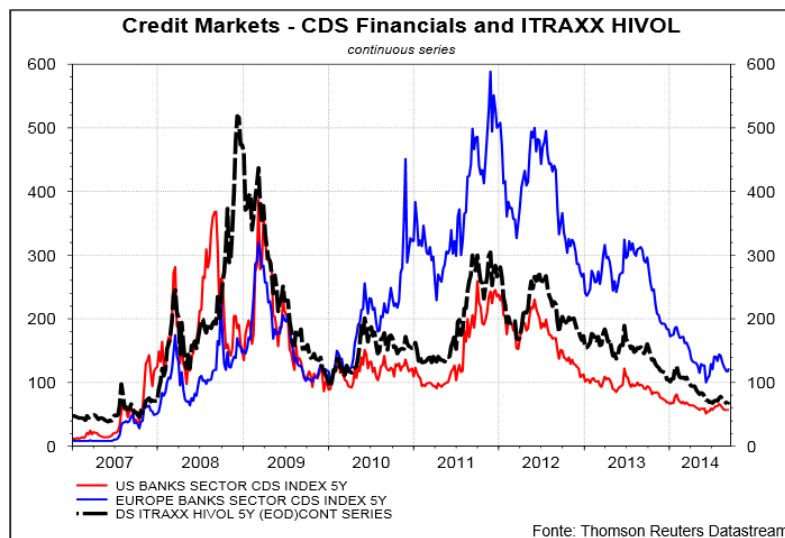
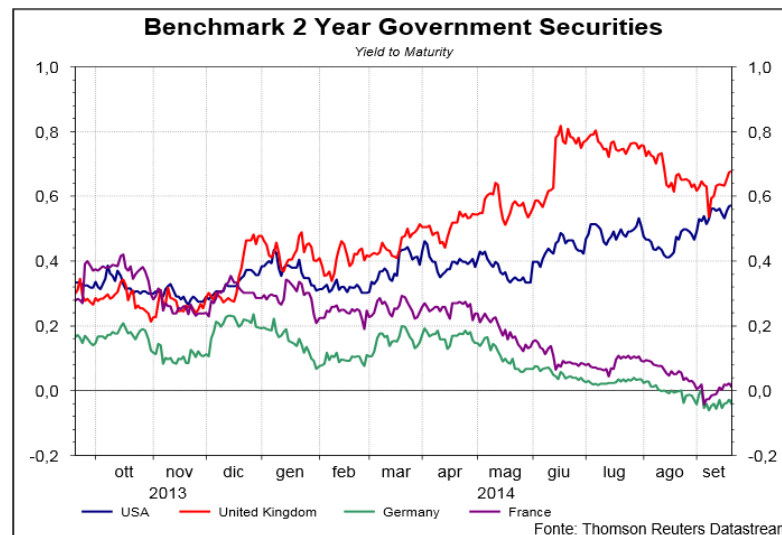
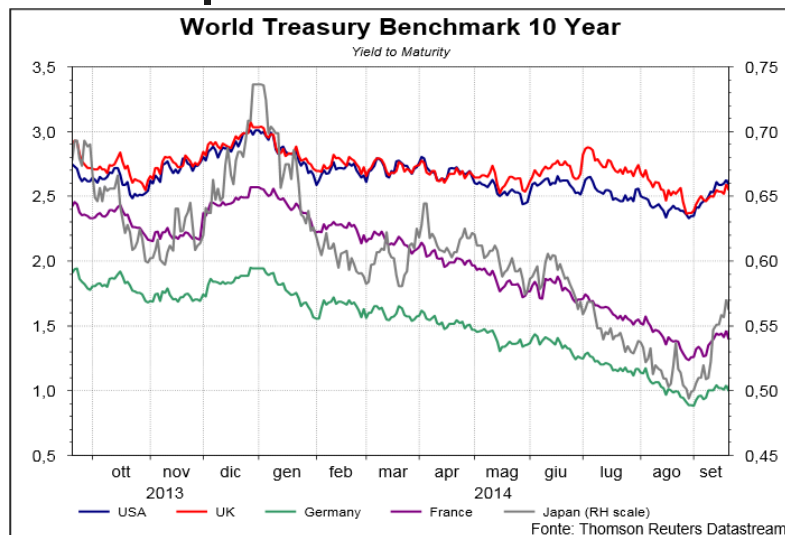
Fixed Income Markets

Durante l'estate si sono accentuati i rischi geopolitici, si sono rafforzati i sintomi di indebolimento del ciclo globale e dell'Eurozona in particolare, e si sono infine concretizzate le ipotesi di progressiva divaricazione delle politiche monetarie (espansive per la BCE e la BoJ, rigorose per la FEC e la BoE). Alimentando una crescente incertezza sull'incedere delle variabili sensibili, i tre fattori citati hanno spostato l'interesse degli istituzionali verso una ricerca di rendimenti «protetti», ovvero supportati da elementi tematici. E' in questo senso che si spiega la performance dei periferici EMU e dell'Italia, i cui rendimenti decennali sono scesi in media di oltre 45 punti base, grazie all'azione della BCE.

La manovra della BCE protegge in particolare la parte centrale della struttura a termine EMU, soprattutto in vista di un più sensibile rialzo dei tassi sulle scadenze intermedie delle curve USA e UK: la divergenza è già visibile nella scadenza biennale, e potrà accentuarsi nel futuro prevedibile, alimentando volatilità cross-markets e strategie di posizionamento in divisa (relative rates carry). Sulle scadenze più protratte, è possibile rilevare una inversione della relazione di causalità storica, per la quale, sono i bassi rendimenti tedeschi a supportare il mantenimento o la flessione dei rendimenti del Treasury USA a dieci anni, via incremento della domanda marginale degli istituzionali, attratti anche da un dollaro che si apprezza.

In UK, le aspettative relative al primo rialzo dei tassi da parte della Bank of England si sono polarizzate intorno al Q1-15, favorendo un appiattimento della curva nei segmenti più brevi. L'economia, sia pure in rafforzamento, continuerà a percorrere sentieri incerti su alcune variabili chiave per la dinamica dei tassi (inflazione, produttività, salari), e ciò potrebbe favorire le posizioni «flattening», specie nella componente più lunga della struttura a termine. Questo è un indicatore che suggerisce la sostanziale assenza di fenomeni di surriscaldamento, e caso mai la prevalenza di bassa inflazione e basso utilizzo dei fattori. Su livelli contenuti di CPI, registriamo un moderato appetito per i TIPS in sterline.

Fixed Income Markets



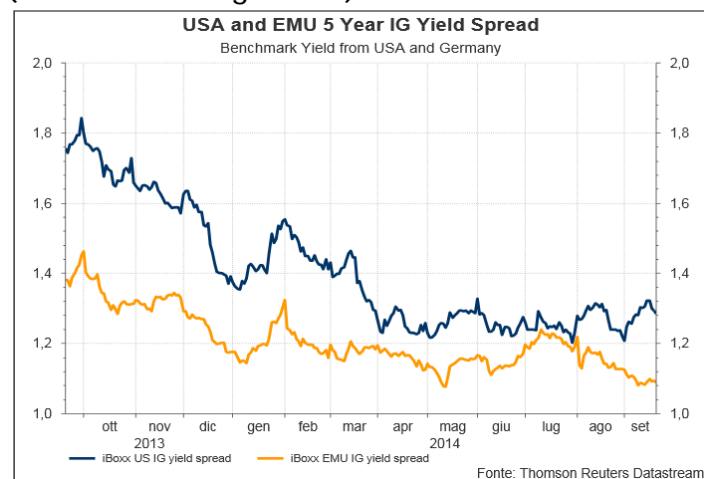
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 sono apparsi più instabili in estate, ma nell'Eurozona si sono ridotti ancora, beneficiando di politiche accomodanti e di ricerca di rendimento da parte degli istituzionali, che alimentano ipotesi di blanda continuazione delle tendenze in atto nel segmento: flessione degli spread, stabilità dei tassi di default, incremento dei giudizi di rating, bassa domanda di copertura. In particolare, gli spread creditizi hanno raggiunto i livelli più bassi del 2014, mentre i rendimenti hanno raggiunto il 1,80% nel segmento IG ed il 3,80% nel comparto HY. Tali livelli costituiscono un fattore di rischio per gli investitori istituzionali, benché gli spread siano tuttora doppi rispetto ai livelli del 2007 per gli IG e poco al di sopra della media dello stesso anno per gli HY. L'ambiente rimane favorevole al comparto: l'ampia disponibilità di liquidità a basso costo alimenta l'appetito degli istituzionali alla ricerca di rendimento, mentre politiche monetarie che rimarranno accomodanti a fronte di rischi di inflazione contenuti contribuiscono ad ancorare i livelli dei tassi benchmark, quanto meno nelle scadenze più protratte. In uno scenario che si va stabilizzando in assenza di eccessi di leverage, premi al rischio bassi favoriscono l'accumulo di Corporate Bonds, dal momento che gran parte delle altre classi di attività tendono a registrare prezzi di mercato superiori al loro «fair value». I volumi di mercato primario si sono ridotti in estate, ma i rimborsi sono tuttora superiori alle emissioni, per cui la domanda degli istituzionali si rivolge al secondario, premendo al ribasso sugli spread. La BCE ha contribuito ad ancorare il front-end della curva EMU, favorendo gli emittenti europei a più elevato beta (Financials in particolare), mentre l'intensa attività di emissione degli «HY Issuers» favorisce strategie di diversificazione (US and EMU High Yield).

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	154	227.419	169	266.016	237	346.528
Financial	216	258.253	170	179.874	247	239.749
Utilities	72	28.915	72	32.325	94	44.793
Yankee Bonds	224	305.052	183	261.445	257	351.244
Sovereign	45	62.100	40	58.700	49	72.600
Emerging Markets	31	18.281	42	18.640	59	28.395
High Yield	383	213.659	440	231.375	575	306.719
Agencies	69	106.425	109	148.145	138	181.958
Total	1194	1.220.104	1225	1.196.520	1656	1.571.986

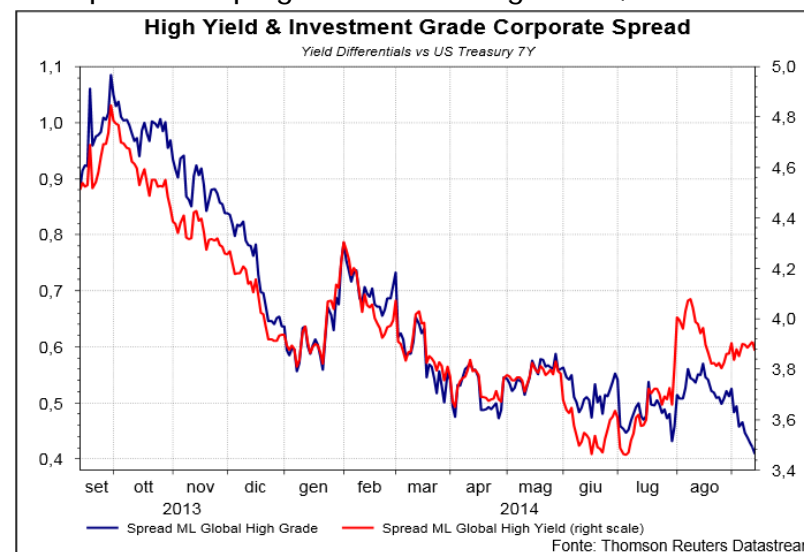
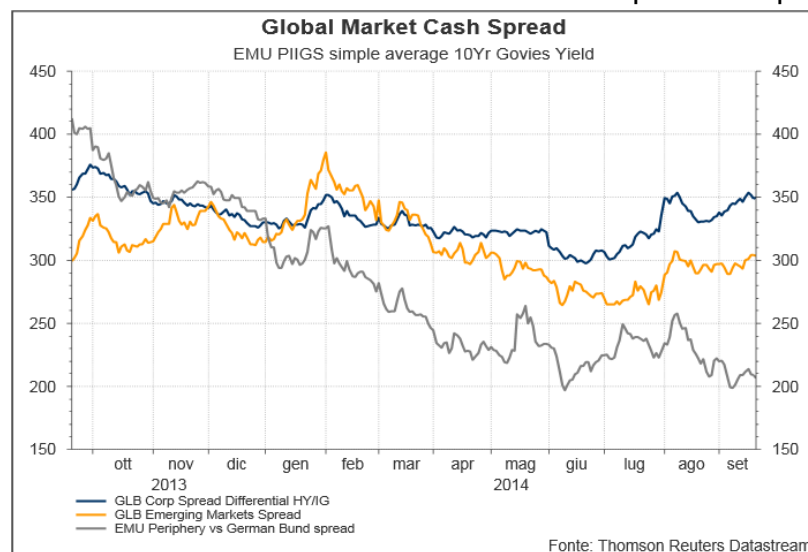
Source: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending Sept. 19/14



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

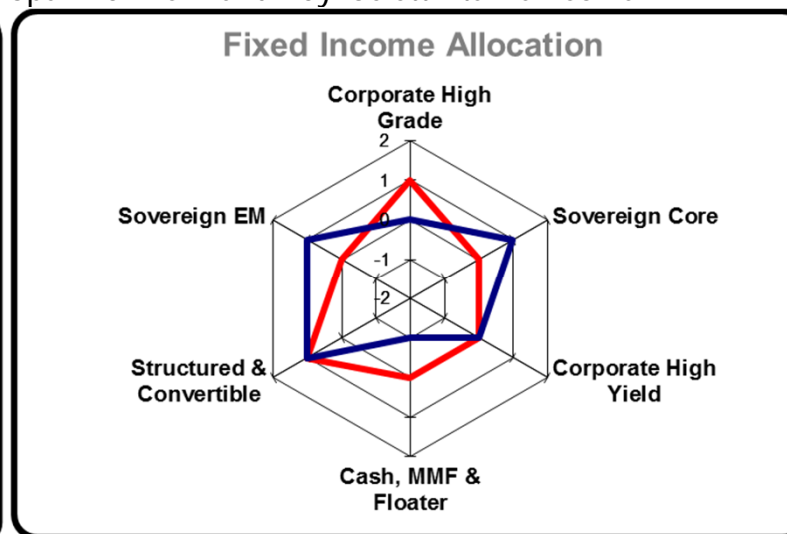
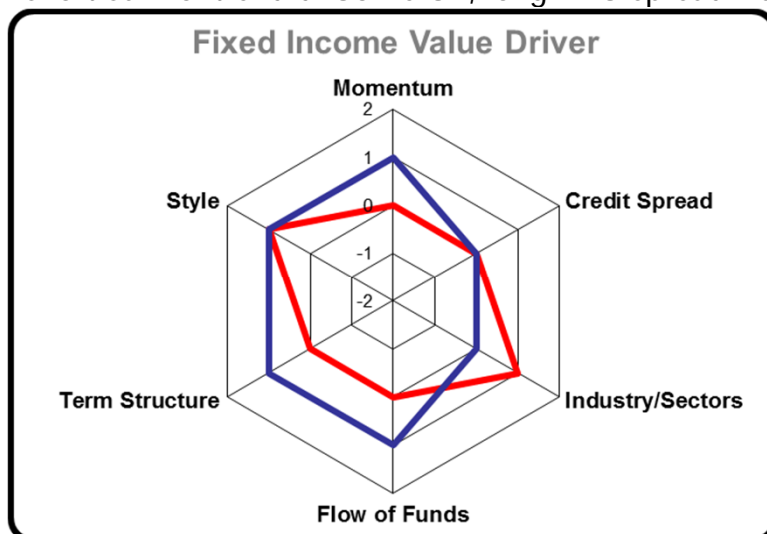
In mercati caratterizzati da tassi benchmark molto bassi, il segmento Credit rimane molto attraente. Il carry è aumentato ancora dopo gli annunci aggressivi della BCE a inizio settembre ed il correlato calo dei tassi di policy al di sotto dello zero. La cautela della FED e della BoE – dovuta alle incertezze globali e/o a bolle domestiche – e la prudente disponibilità della PBoC e della BoJ accompagnano al più un aumento molto graduale dei benchmark yield: gli spread Corporate IG potrebbero quindi ancora subire una contrazione. La ripresa della ricerca di rendimento da parte degli operatori istituzionali ci induce a ritenere che la domanda di Credit rimarrà elevata fino a fine 2014, anche perché con i tassi benchmark che tendono a zero c'è il fondato rischio di mancato rispetto degli obblighi previdenziali e assicurativi nei confronti degli aderenti. Dal punto di vista dei settori, la manovra quantitativa della BCE – TLTRO, ABS e CB – e la fine delle prove di stress connesse all'AQR dovrebbero rafforzare la tenuta prospettica dei bilanci delle banche, facendo da sostegno al settore Financials europeo (in termini relativi va tuttavia valutato l'effetto sulle preferenze geografiche dell'apprezzamento di USD). Infine, tassi di default che rimangono sui minimi storici, spingono verso un'allocazione abbastanza aggressiva, in particolare: 1) settori ad elevato beta; 2) rating più contenuti, B+ e B; 3) scadenze intermedie, 3Y-5Y, meglio esposte agli effetti di una riduzione dei front-end. I rendimenti sui Corporate IG potranno pertanto spingersi fino alla soglia di 1,5%.



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

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. Siamo short sui front-end di USA e UK, long EMU spread via Spain10Y vs. Bund 10y. Selettività fra i sovrani EM.



-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

La dinamica dei mercati azionari nel bimestre estivo è stata decisamente complessa. Con l'eccezione del NASDAQ e di alcune borse asiatiche (quelle più esposte al settore tecnologico), i listini evidenziano limitate variazioni o leggere flessioni, benché queste siano state poi il risultato di oscillazioni settimanali anche molto accentuate. Il news-flow, come per tutte le asset class, è stato il driver di tali andamenti, ed esso ha evidenziato un graduale spostamento del consenso verso una crescita dell'economia globale decisamente asfittica ed uno scenario dei tassi benevolo.

Non sorprende quindi la polarizzazione delle preferenze che ne è derivata, che per l'equity ha portato gli istituzionali a selezionare temi secondo tre fattori chiave: 1) settori e/o aziende rimasti più indietro nella generazione delle performance (cosiddetto «momentum trades»); 2) settori e/o aziende in grado di garantire un rendimento attraente indipendentemente dall'esposizione al ciclo (cosiddetto «base cash position trades»); 3) settori e/o aziende correlati al ciclo dei tassi di interesse (cosiddetto «interest rate exposure trades»).

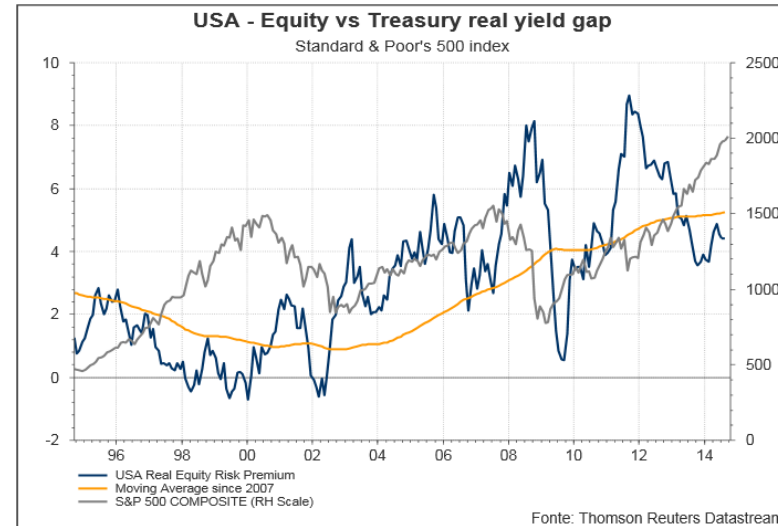
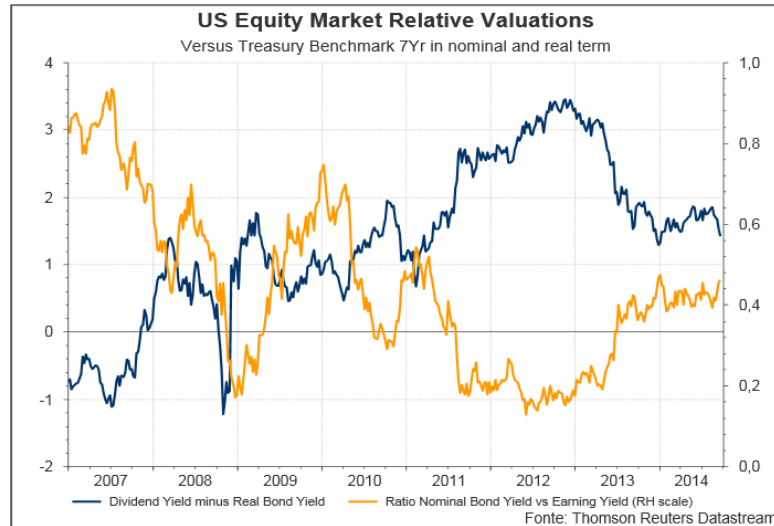
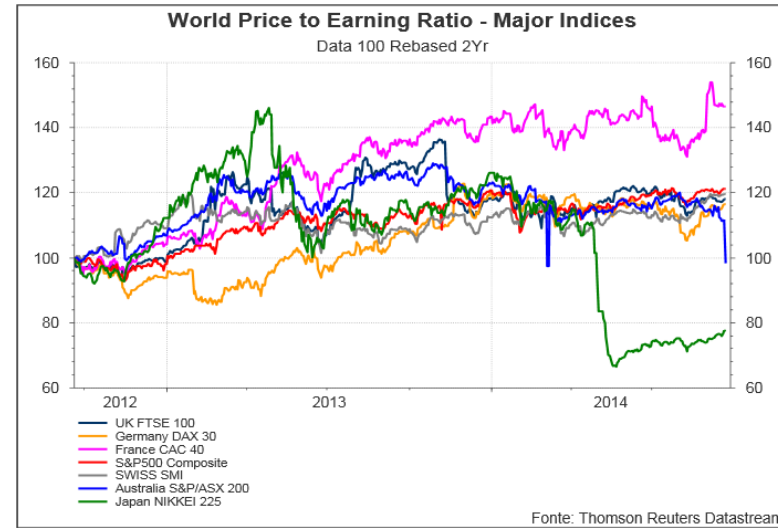
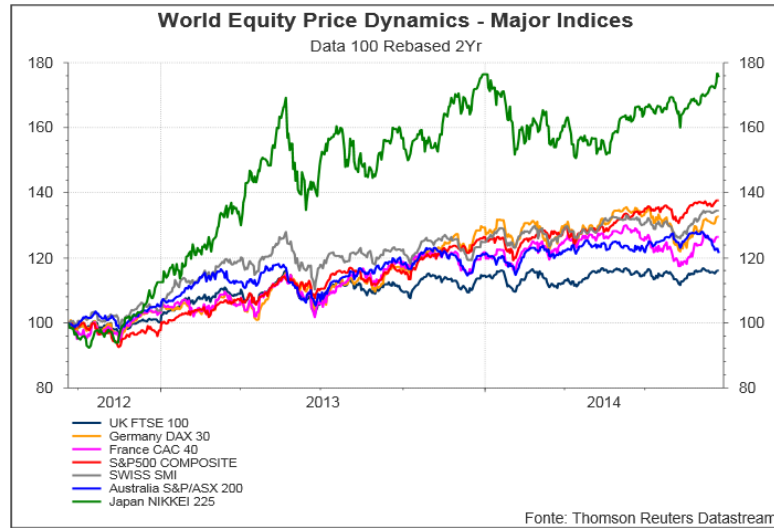
Per il primo fattore, sono risultati meno impattati dalla debolezza dei trend (occorre tenere conto che i listini EMU hanno realizzato a fine settembre la peggiore performance trimestrale dalla crisi sovrana del 2011) i settori Oil & Gas, Real estate, Utilities e Insurance.

Per il secondo fattore, sono stati preferiti i settori Utilities e Base Materials, questi ultimi grazie ad una migliore competitività di prezzo e a valori di carico del magazzino che potranno incrementare la liquidità a partire dal prossimo anno.

Per il terzo fattore, sono stati preferiti i settori Technology e ancora Utilities, il primo perché beneficia del ribasso dei tassi in via diretta (vi è inversamente correlato), il secondo perché è in grado di distribuire un rendimento dell'equity superiore di oltre il 480 punti base rispetto al tasso free risk.

E' del tutto conseguente che gli investitori abbiano scaricato le small-cap a vantaggio delle large-cap.

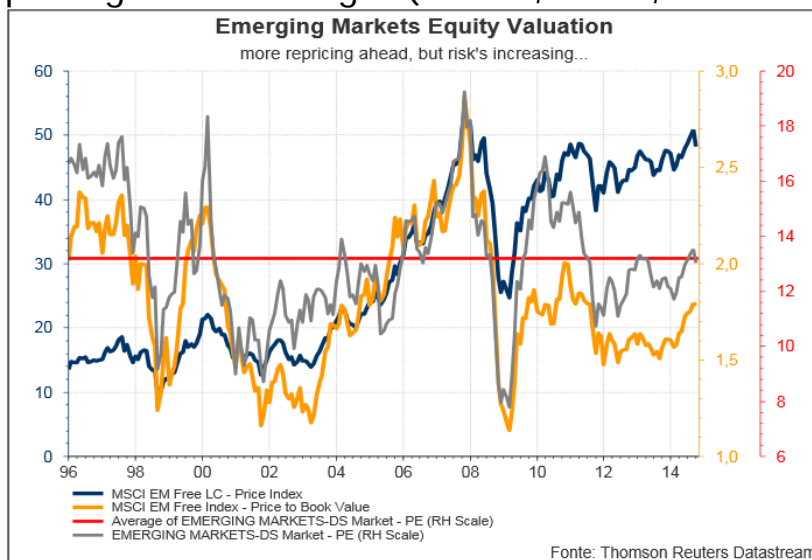
Global Equity markets



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.

FOCUS: Emerging Markets Equity

La fase di apprezzamento dei mercati emergenti che si era sperimentata a partire da metà marzo si è interrotta in estate. La flessione è intervenuta quando il P/E ratio dell'indice di riferimento ha recuperato la sua media di lungo periodo. Premi al rischio al rialzo, ma decisamente più contenuti di quelli evidenziati dal complesso dei DM, suggeriscono che la sensibilità alla dinamica dei tassi domestici ed internazionali dei listini EM rimane prevalente nelle scelte di allocazione strategiche, su cui adesso insiste anche un'evoluzione dei tassi di cambio locali sfavorevole. Nel breve termine gli investitori perseguono quindi strategie opportunistiche, connesse alla dinamica dei rischi locali, ma in tale gioco risultano più remunerative le obbligazioni in valuta locale piuttosto che i mercati azionari. Certo, in estate ci sono state nuove tensioni geopolitiche a scompensare il quadro di investimento, e i listini EM hanno trovato concorrenza in attività meno esposte o legate a temi periferici. Riteniamo meglio posizionati in questa fase i listini asiatici EM, specie quelli in cui prevalgono i tecnologici (Taiwan, Korea, Thailand, Malaysia), supportati da tassi contenuti.



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	%chg YOY	Dividend	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	19/09/2014	2014	Yield						
S&P 500	2010,40	8,8%	2,3%	6,4%	8,0%	12,0%	18,4	17,1	15,2
S&P GICS Information Tech.	4579,79	9,7%	2,0%	2,5%	11,8%	10,9%	19,0	17,0	15,3
EURO STOXX (EUR)	327,53	4,2%	3,8%	9,5%	8,1%	18,0%	16,7	15,5	13,1
FTSE-100 INDEX	6837,92	1,3%	3,9%	-10,4%	5,2%	8,2%	14,9	14,2	13,1
TOPIX First Segment	16321,17	0,2%	1,8%	73,8%	6,9%	11,5%	15,6	14,7	13,2
MSCI WORLD INDEX	1263,50	6,7%	2,7%	6,2%	6,6%	12,0%	17,5	16,4	14,6
MSCI EMERGING MARKETS	50243,83	6,5%	2,7%	20,0%	5,6%	11,4%	12,7	12,0	10,8
MSCI PACIFIC	818,26	1,7%	2,6%	37,4%	7,4%	9,4%	16,0	14,9	13,6
MSCI EM LATIN AMERICA	1962,50	18,3%	3,2%	5,3%	2,5%	15,4%	15,5	14,9	12,9
<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.

S&P500: Q2-2014 Earnings vs. Expectations

Le società appartenenti allo S&P500 hanno completato la «reporting season» relativa al secondo quarto del 2014: gli analisti si aspettano una crescita tendenziale degli utili del +8,5%. Con riguardo agli EPS, il 68% delle società ha battuto le aspettative, il 10% le ha confermate e il 22% ha realizzato risultati al di sotto del consenso. In aggregato, il risultato è migliore delle medie degli ultimi 20 anni; le sorprese positive sono state il 3,0%, in linea con la media storica e con quella degli ultimi quattro trimestri. Fra i settori migliori si segnalano in particolare la Salute (83%), le Tecnologie (74%) i Materiali (73%) e i Finanziari (72%). Nel Q2-2014 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 è stimato al +8,5%, per un valore complessivo di 273,5Mld\$, più elevato di quello registrato nel Q2-2013 (252,1mld\$). Il settore Salute ha segnato il più elevato tasso di crescita degli utili (+18,6%). Segnali contrastati vengono dalle «guidance» per il Q3-2014: 92 società hanno dato indicazioni negative e 25 società hanno fornito indicazioni positive, con un N/P Ratio pari a 3,7 per l'intero indice S&P500 (era il 5,1 un anno prima). Tale indicazione prospettica è progressivamente peggiorata nel corso dell'anno, e sembra anticipare un andamento più modesto della domanda nel trimestre in corso.

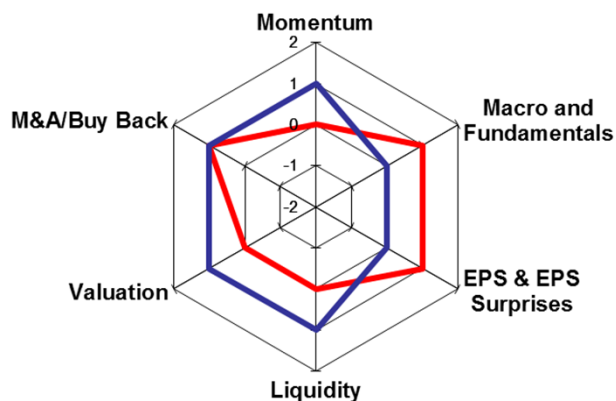
Sector	Above %	Match %	Below %	Surprise Factor %	Reported Total #	Index Total #
Consumer Discretionary	67%	7%	25%	4%	83	84
Consumer Staples	48%	20%	33%	3%	40	40
Energy	57%	11%	32%	7%	44	44
Financials	72%	6%	22%	-3%	83	84
Health Care	83%	13%	4%	8%	54	54
Industrials	66%	14%	20%	3%	64	64
Materials	73%	3%	23%	5%	30	30
Technology	74%	11%	15%	3%	65	65
Telecom Services	40%	20%	40%	0%	5	5
Utilities	60%	10%	30%	2%	30	30
S&P 500	67.7%	10.4%	21.9%	3%	498	500

Source: Thomson Reuters I/B/E/S

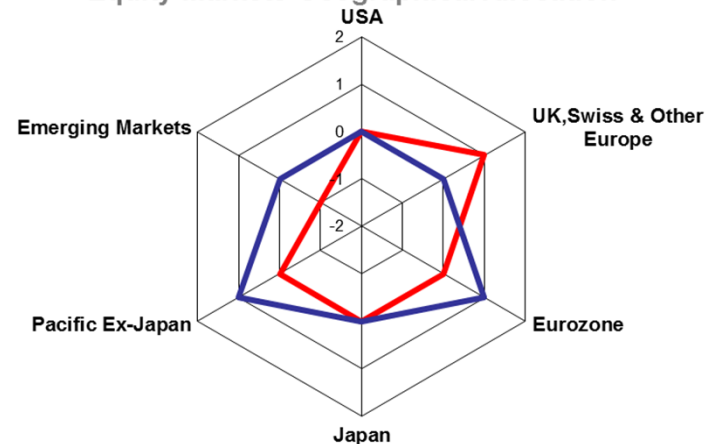
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



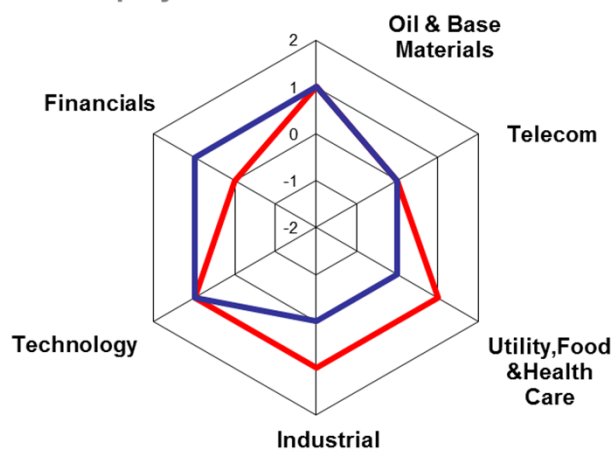
Equity Markets Geographical Allocation



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

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation

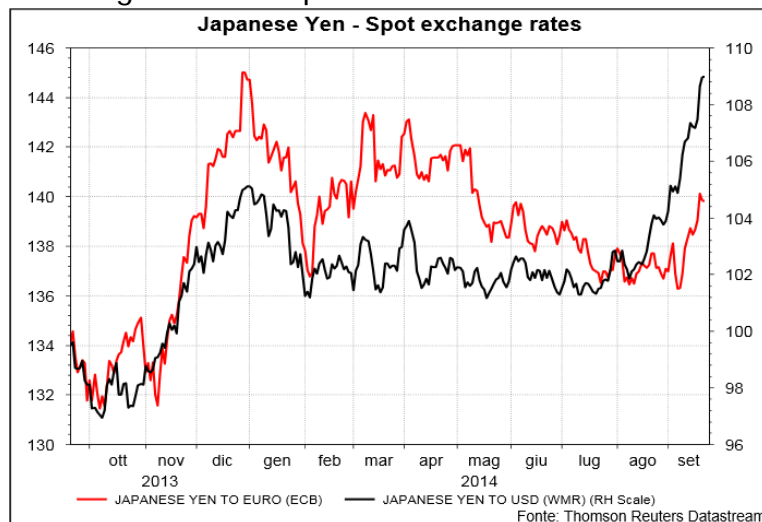
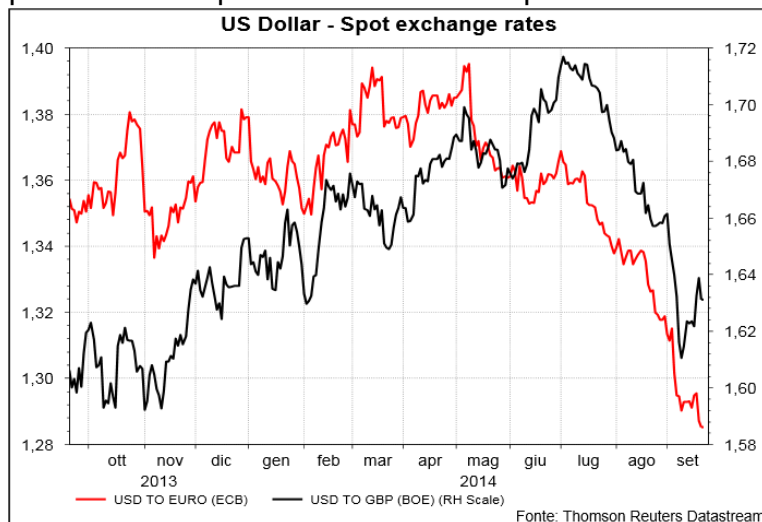


Un ciclo globale debole è all'origine di un ampio ribilanciamento dell'Equity. Il peso complessivo del comparto è stato ridotto di circa il 5%, rimanendo OW rispetto al benchmark; la riduzione ha riguardato in particolare il Giappone, penalizzato da un quadro di policy incerto, non compensato dalla debolezza del JPY. E' aumentato il peso di EMU per valutazioni relativamente più attraenti; ed EM Asia, positivamente esposto all'avanzata dei Tecnologici e di 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: majors

Le dinamiche dei tassi di cambio nel bimestre sono state principalmente il riflesso delle crescenti divergenze di politica monetaria, che in gran parte hanno incorporato significative dispersioni cicliche. I rischi di sostanziale fallimento delle azioni di politica monetaria e fiscale in Giappone e il gravame costituito da un possibile esito avverso (per i mercati finanziari) del referendum in Scozia hanno costituito ulteriore benzina dell'aggiustamento sui mercati FX, che ha penalizzato GBP, JPY e EUR contro USD. Quest'ultimo si è rafforzato moltissimo anche verso la maggior parte delle EM e commodity currency, nel primo caso perché si teme un effetto negativo con l'avvio della normalizzazione dei tassi da parte della FED, nel secondo caso perché la rinnovata flessione dell'economia cinese pone una pesante ipoteca sulla dinamica delle commodity nel futuro prevedibile. EURUSD ha subito una intensa flessione, che lo ha portato ben al di sotto di quota 1,3000; non ci stupiamo, visto l'evidente tentativo della BCE di portare i tassi di interesse reali al ribasso, e attraverso questo canale di ridurre l'attrattività relativa della rendita in Europa rispetto alla rendita negli USA. E' stata in effetti la combinazione dell'atteggiamento ultra-espansivo della BCE e di quello (per ora blandamente...) meno accomodante della FED a condurre il cambio al ribasso. Riteniamo che la sostanziale inefficacia della componente quantitativa della politica della BCE possa condurla ad una qualche forma di QE nel futuro prevedibile, e ciò potrebbe indurre maggiore volatilità del cambio e graduali incrementi delle posizioni in acquisto di volatilità che penalizzerebbero EUR, come è già successo per USDJPY.

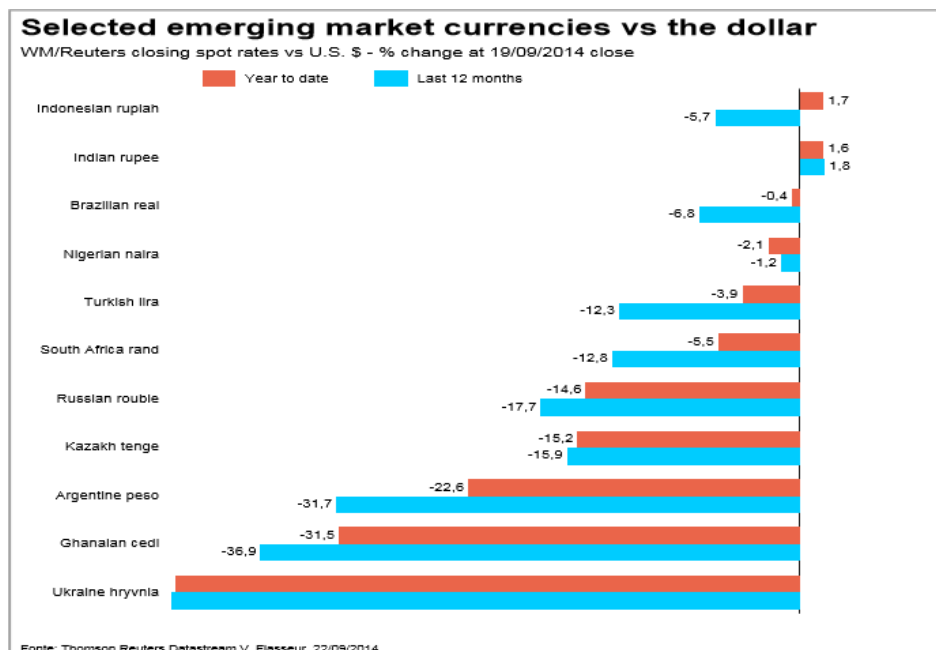


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Il complesso delle divise EM è tornato sotto pressione in estate, a seguito della frenata delle economie BRIIC e del conseguente ritardo dell'aggiustamento macroeconomico in atto dalla seconda metà dell'anno passato. La possibile svolta nei tempi della normalizzazione della politica monetaria in USA – a nostro avviso sopravvalutata nei tempi e nei possibili effetti – ha comunque prodotto un veloce ed accentuato apprezzamento del USD contro tutte le divise, mentre l'osservazione di un rallentamento globale dell'attività economica nel 2014 ha depresso il complesso delle commodity, alimentando ulteriori dubbi sulle valute ad esse connesse (AUD, IDR, BRL). Le crisi geopolitiche, ora più diffuse, sono all'origine delle cadute di RUB e TKR, che non riteniamo possano riprendersi a breve, a meno di ipotizzare più rapide soluzioni delle questioni che stanno impattando sui due paesi (i rapporti con la UE a seguito della guerra in Ucraina, e la pressione dell'ISIS ai confini sud della Turchia). E' evidente che vi sono conseguenze macroeconomiche rivenienti dalle tensioni geopolitiche citate (le sanzioni alla Russia ad esempio), così come sono solo preoccupazioni macro a deprimere lo ZAR, pressato dal USD da un lato e dai rischi di inflazione dall'altro.

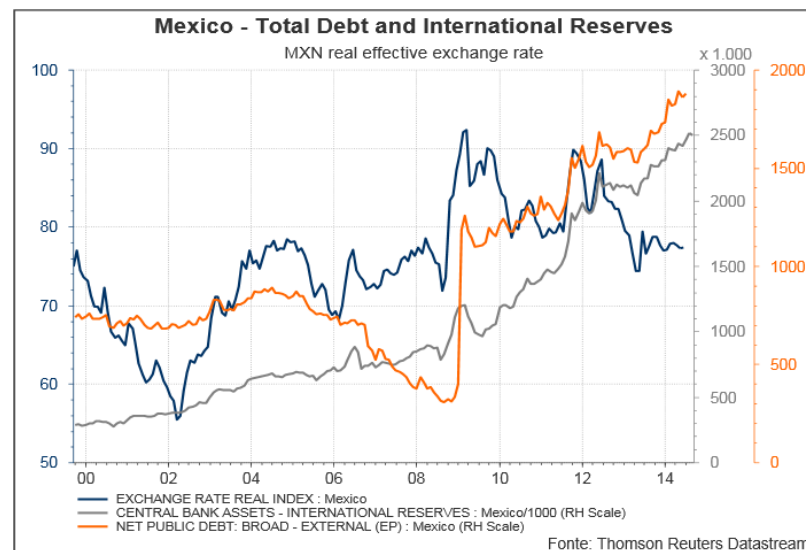
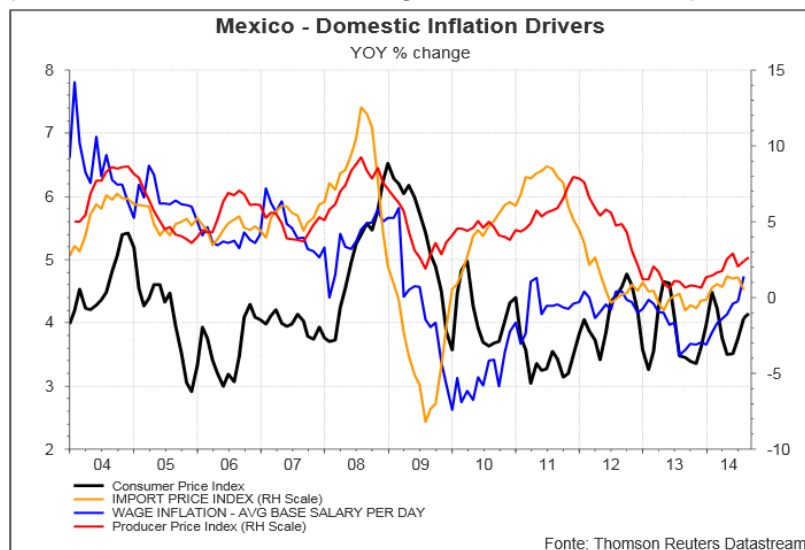
Tenuto conto che il quadro appare ancora in evoluzione, e che il diffondersi di tensioni geopolitiche in aree critiche per gli approvvigionamenti energetici può indurre inversioni improvvise dei flussi di fondi, manteniamo una view positiva selettiva, in particolare per: 1) INR, dove rimane elevato l'appetito degli investitori sul mercato locale; 2) BRL, dove elevati tassi reali a fronte di diminuite tensioni inflazionistiche potrebbero favorire un rally dei Governativi; 3) KWN, dove il mercato locale è sostenuto da un carry attraente e da un atteggiamento della KCB favorevole alla crescita; 4) MXN, dove il cambio è sostenuto dall'incremento delle Riserve Ufficiali, ed i Local Governments riflettono inoltre un quadro inflazionistico sotto controllo.



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.

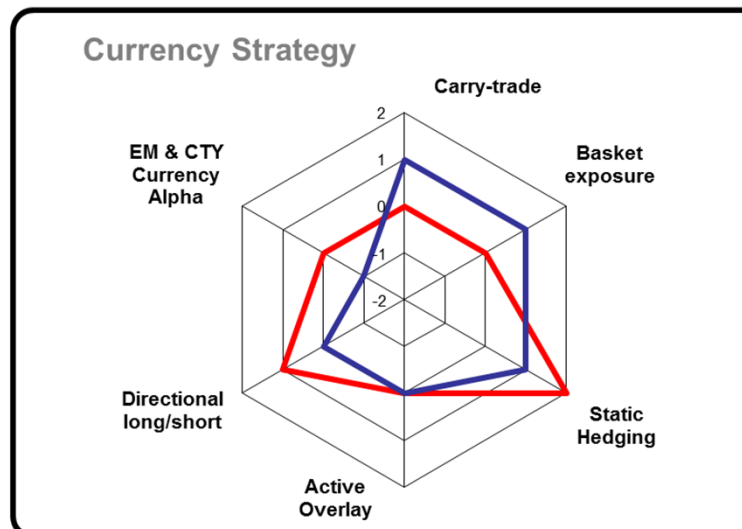
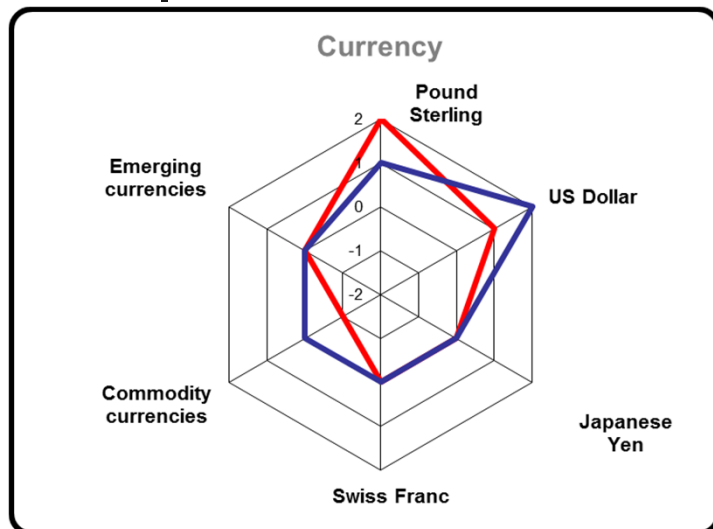
FX Markets: focus MXN

Come avevamo anticipato in precedenti rapporti, si vanno rafforzando i segnali di consolidamento dell'economia messicana, grazie soprattutto alla ripresa dell'attività USA, di cui sta beneficiando soprattutto il settore manifatturiero. L'indice PMI di settembre conferma che lo sviluppo della domanda aggregata si va ampliando, ancorché persistano rischi al ribasso connessi alle incertezze della componente estera. L'output industriale e il portafoglio ordini è aumentato di oltre il 6,0% su base tendenziale a settembre, mentre nello stesso periodo l'indice di fiducia dei consumatori ha toccato un massimo da oltre un anno. Non vi è estranea la forte accelerazione delle rimesse dei migranti (+5,8% in agosto), che riflettono soprattutto l'incremento di lavoratori e buste paga nel settore delle costruzioni statunitense, nel quale si concentrano la maggior parte degli immigrati messicani regolarizzati. Il completamento della riforma del mercato dell'energia ha condotto il governo e la banca centrale a sottoscrivere l'accordo per creare il National Oil Fund for Stabilization and Development, un vero e proprio fondo sovrano le cui risorse – frutto degli accordi internazionali per la ricerca e lo sfruttamento delle fonti energetiche – dovrebbero produrre un gettito per l'amministrazione centrale stimato in poco meno del 5,0% del GDP. Riteniamo che l'avvio e il consolidamento del Fondo possa anche neutralizzare l'indebitamento estero a partire dal 2016 (dovrebbe generare flussi netti positivi dal Resto del Mondo), rafforzando sensibilmente il MXN.

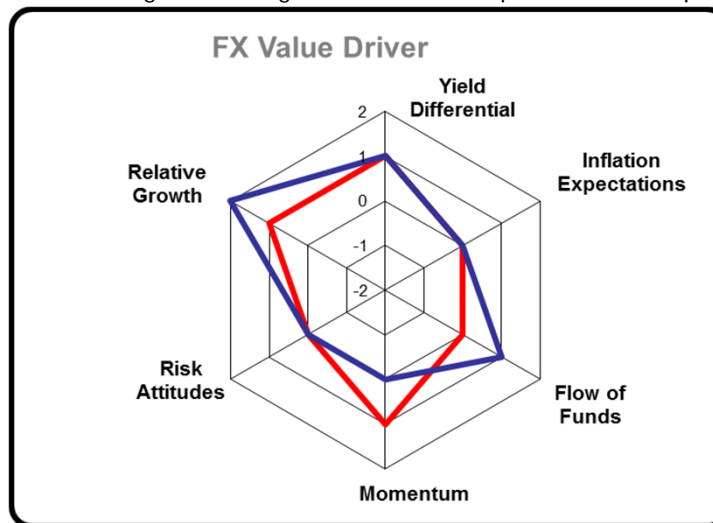


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

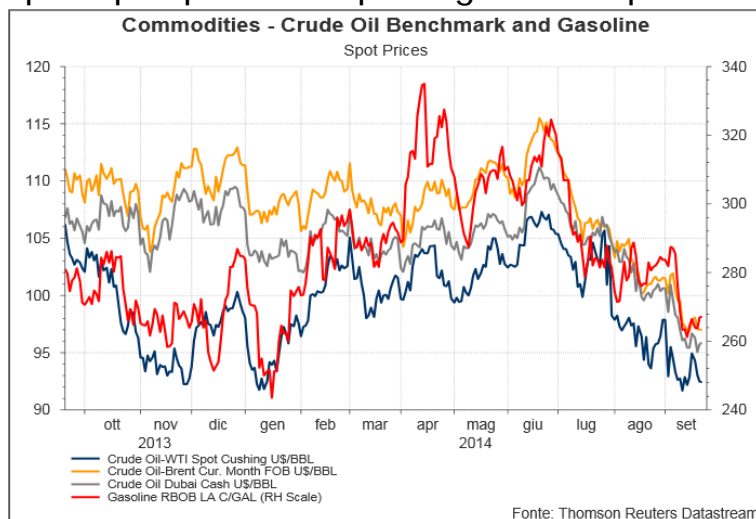


Abbiamo ridotto sensibilmente le posizioni GBP a vantaggio del USD, che è long contro basket JPY, AUD, TRY, SEK, ZAR. EUR rimane in una posizione di debolezza contro USD, per target 1,2650 entro fine anno, mentre la posizione contro GBP è ora neutrale. JPY rimane debole contro tutte le majors, a causa 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; MXN e INR restano le nostre top pick 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

I mercati delle commodity continuano a registrare pesanti flessioni, anche laddove le pressioni ed i rischi geopolitici avrebbero potuto alimentare incrementi anche temporanei dei prezzi. In generale sul comparto pesano i timori di indebolimento del ciclo globale, che hanno di recente trovato conferma nella flessione dell'attività economica in Cina, in Giappone e nell'Eurozona. La recente revisione al ribasso delle stime della domanda globale di petrolio e raffinati da parte della IEA è andata in questa direzione, alimentando le incertezze degli operatori; così come il calo del comparto dei metalli industriali è stato principalmente il riflesso della flessione di investimenti e produzione in Cina e del rallentamento della congiuntura in Brasile. Hanno completato il quadro i riposizionamenti tattici degli istituzionali sul Palladio (in calo tecnico), e la flessione della domanda di Oro, Argento e Platino sul mercato fisico a causa del rafforzamento del USD e delle possibili tensioni sui tassi USA nel futuro prevedibile. Sotto quota 100\$/Bbl i progetti di investimento delle compagnie petrolifere non sono comunque sostenibili, per cui è prevedibile un'azione da parte dei principali produttori per tagliare l'output e sostenere i prezzi (l'OPEC l'ha di fatto già annunciata).



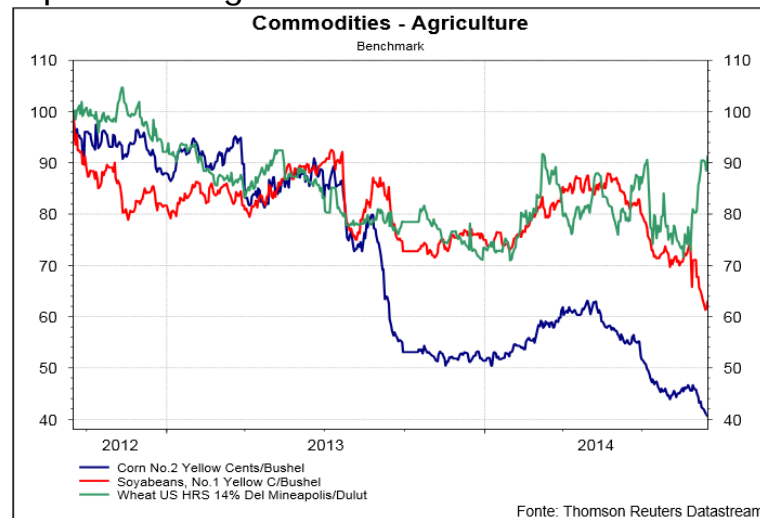
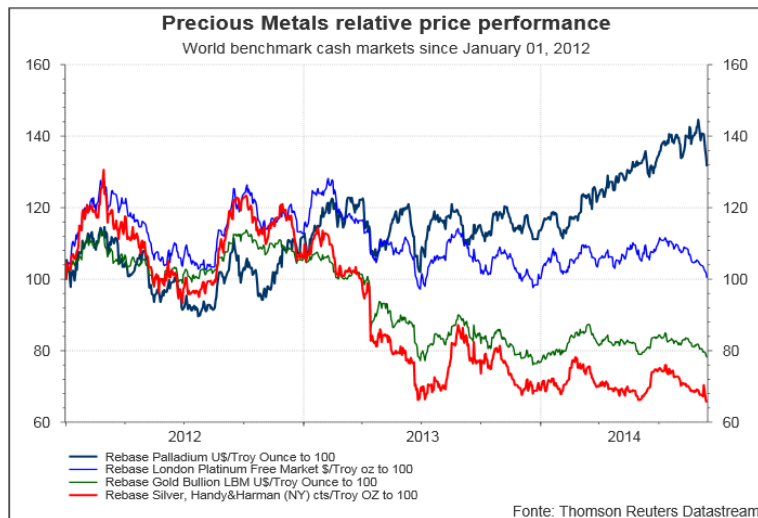
GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	week%	mth%	2014ytd%	2013final%
S&P GSCI Commodity	-0,45%	-2,74%	-7,79%	-2,21%
S&P GSCI Energy	0,16%	-2,38%	-9,33%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	-1,24%	-1,98%	2,09%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	-0,52%	5,10%	17,63%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	-3,43%	-8,52%	-16,26%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	-1,55%	-6,44%	0,05%	-29,31%

Source: Datastream - week ending 19 09 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 Commodity: risk factors analysis

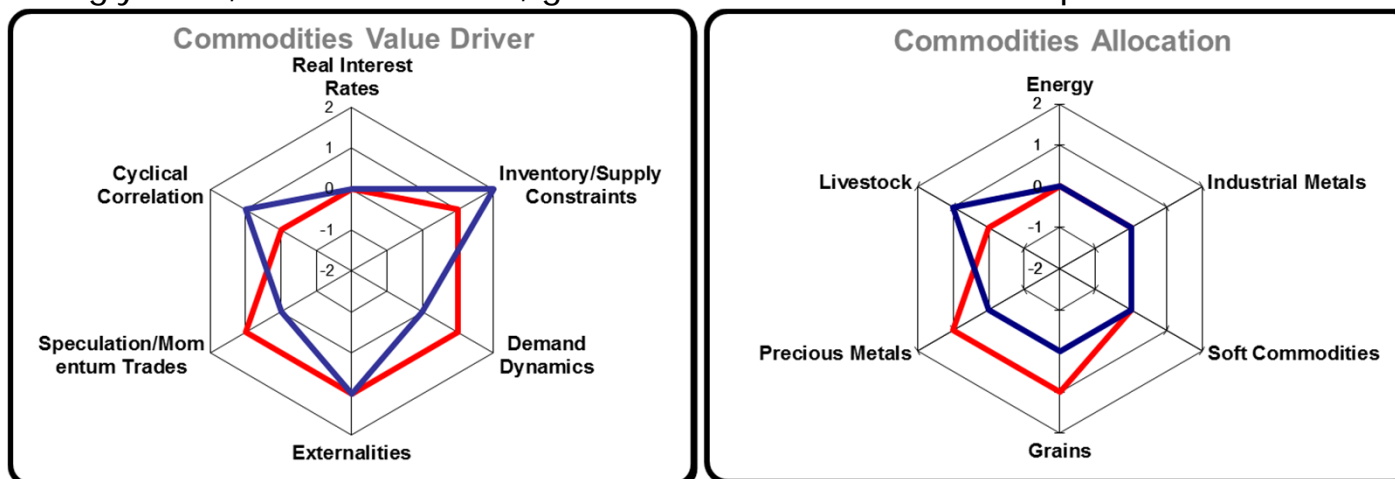
Nelle settimane recenti il mercato dell'energia ha registrato pesanti cali dei prezzi, nonostante i crescenti timori che l'avanzata dell'ISIS in IRAQ e in Siria potessero trascinare in una crisi geopolitica più ampia nelle regioni confinanti. E' bastato che la Libia annunciassse il ritorno a condizioni di produzione normali per attenuare quindi i rischi connessi a possibili flessioni dell'offerta nei terminal iracheni. I fondamentali indicano che i margini di raffinazione si sono abbassati dopo il picco di maggio, anche a causa della pressione dell'offerta di grezzo; una netta diminuzione della domanda delle raffinerie a fronte di scorte già oltre il normale ha quindi prodotto una accentuata correzione dei prezzi del petrolio, del gas e dei distillati. La «driving season» non ha indotto un significativo incremento della domanda, non comunque tale da intaccare le scorte di prodotti finiti e la produzione incrementale. La divaricazione dei prezzi delle agricole (i grani sono saliti di recente) riflette la dinamica dei raccolti e delle scorte finalizzati alla produzione di mangimi animali. L'Oro risente della combinazione di bassa inflazione globale e rialzo del USD, mentre il Palladio ha subito una correzione dettata da un diffuso profit-taking dei «non commerciali».



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.

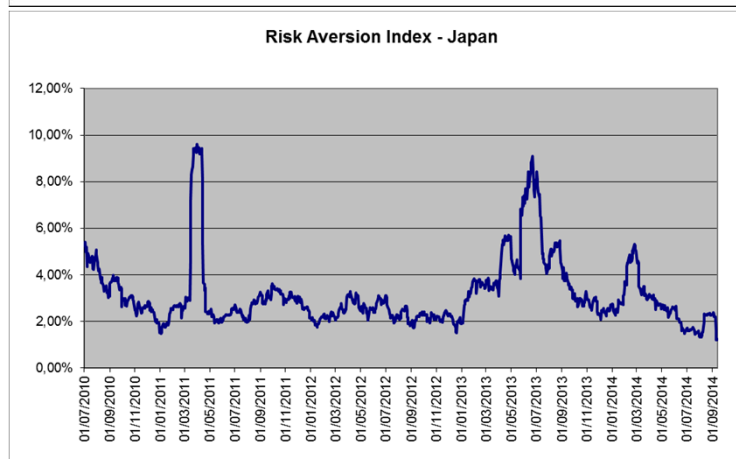
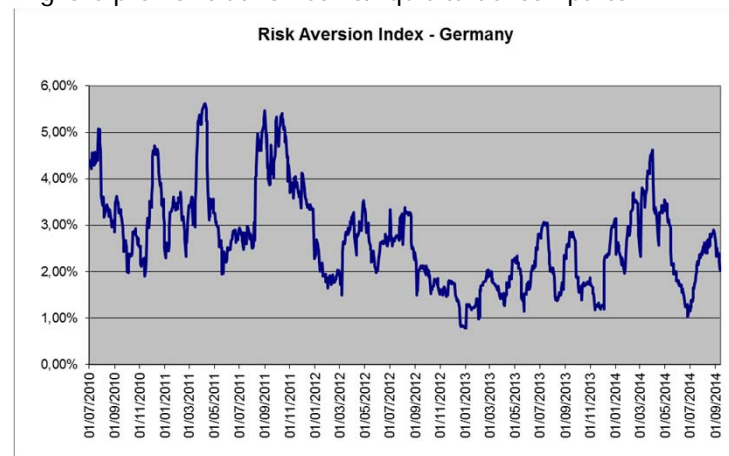


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

Nell'ultimo bimestre gli investitori si sono mostrati decisamente propensi ad accompagnare i tentativi delle autorità monetarie di sostenere un ciclo molto frammentato e incerto a livello globale. Gli indici di avversione al rischio sono scesi nella maggior parte delle aree economiche, in molti casi attestandosi sui minimi storici. Le performance del periodo hanno tuttavia mostrato la persistenza di scelte selettive, e del resto l'aggressività dei portafogli ha richiesto frequenti ribilanciamenti settoriali, geografici e tattici, che hanno fornito come conseguenza risultati che in aggregato sono il portato di posizionamenti opportunistici. I mercati azionari hanno continuato ad apprezzarsi, sia pure con andamenti più incerti, grazie al migliore profilo relativo rischio/liquidità del comparto.



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.

Le scelte di investimento globali

- I segnali di ripresa e di inflazione si sono attenuati nella maggior parte delle aree economiche, lasciando solo gli Stati Uniti a sostenere la crescita globale. L'Equity, che rimane la classe di investimento privilegiata, è sostenuto dal migliore profilo della liquidità ma non dal ciclo economico; le scelte di investimento seguono le valutazioni.
- Prevale un'allocazione opportunistica, basata sulla selezione dei fattori di rischio piuttosto che sull'ottimizzazione. Riteniamo pienamente incorporato nei prezzi e nelle aspettative uno scenario macro debole e frammentato, e pertanto la ricerca di rendimento privilegia temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili.
- La divergenza delle politiche monetarie in un contesto che sarà «zero lower bound» ancora per mesi potrà generare andamenti asincroni e talvolta contro-intuitivi delle grandi classi di attività, specie quelle 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).
- In particolare, una persistente inefficacia dell'azione di policy della BCE e della BoJ, unita alle velate incertezze della FED sui tempi e gli effetti dell'attesa normalizzazione, potranno contenere i premi a termine sulla parte media e lunga delle rispettive curve benchmark, lasciando margini (ancorché limitati) per le posizioni «relative core» (short US & UK-long Germany 5/10Y) ed «EMU spread tightening» (long Spain 10Y/short Bund 10Y). La posizione sui sovrani EM è stata azzerata, perché valute e tassi locali sono ora sovraesposti all'azione della FED.
- In assenza di un sostegno diffuso del ciclo e degli utili, l'Equity DM registra una significativa dispersione delle valutazioni, sia a livello settoriale che geografico. Un possibile incremento della volatilità cross market (più frequenti sostituzioni di portafoglio) ci ha indotto a ridurre il peso strategico dell'Equity (che rimane OW) diminuendo il Giappone a vantaggio di EMU ed EM Asia. Privilegiamo settori le cui valutazioni sono inferiori ai valori di equilibrio (Real Estate, Oil&Gas, Insurance) o che restituiscono elevati dividend yield (Utilities).
- USD ha avviato un ciclo rialzista contro EUR, JPY, SEK, AUD, ZAR, mentre contro GBP l'aggiustamento è per il momento esaurito. Attendiamo EURUSD a quota 1,2000 a 12 mesi, ed in range 1,2640-1,3250 fino a dicembre.
- Opportunità nei Convertibles, grazie alle possibili tensioni sui tassi (USA e UK) e ad una migliore intonazione relativa dell'Equity (EMU). I Corporate hanno un «carry» migliore, ma solo nei comparti HY con rating (B+/B-) o nei Financials EMU, sostenuti direttamente dall'azione della BCE (TLTRO alimentano domanda di secondario).
- Su Commodity spazi per Nickel e Zinc a breve, su Palladium a medio; Brent e WTI a NW in attesa dell'OPEC.

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.