

Aprile 2014



SCENARIO DI INVESTIMENTO



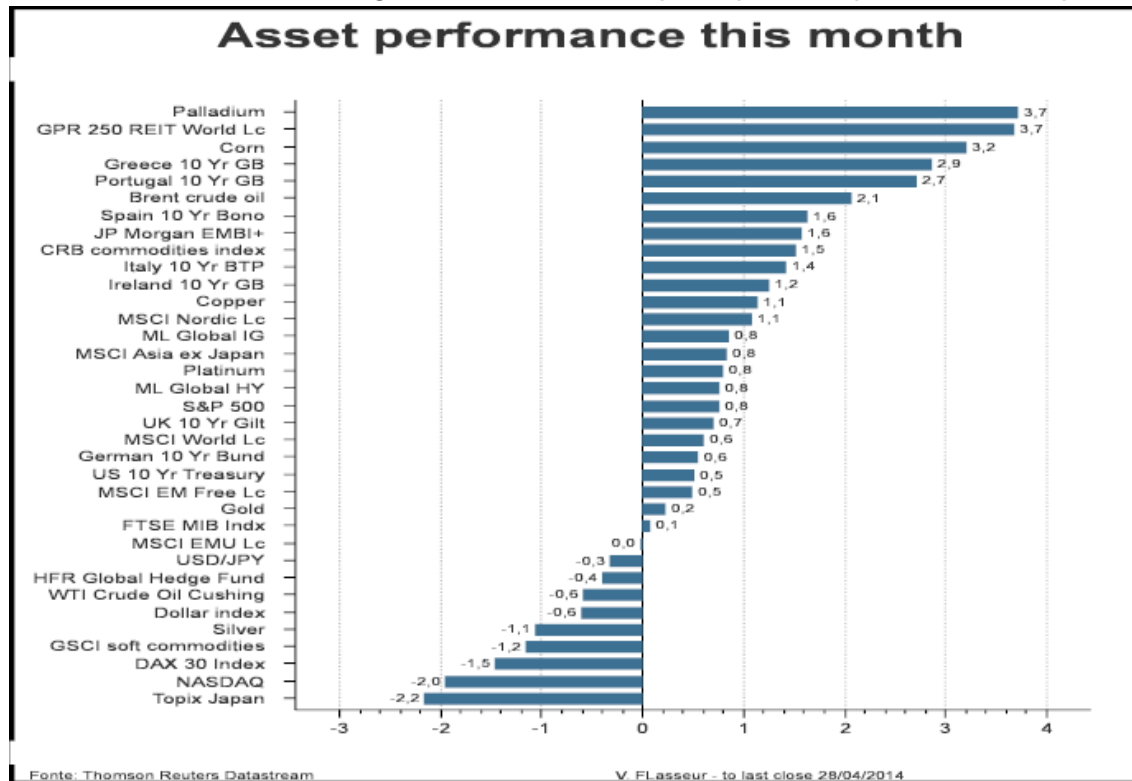
The Chief Strategist Overview

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

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

Le performance dei mercati nel mese di aprile

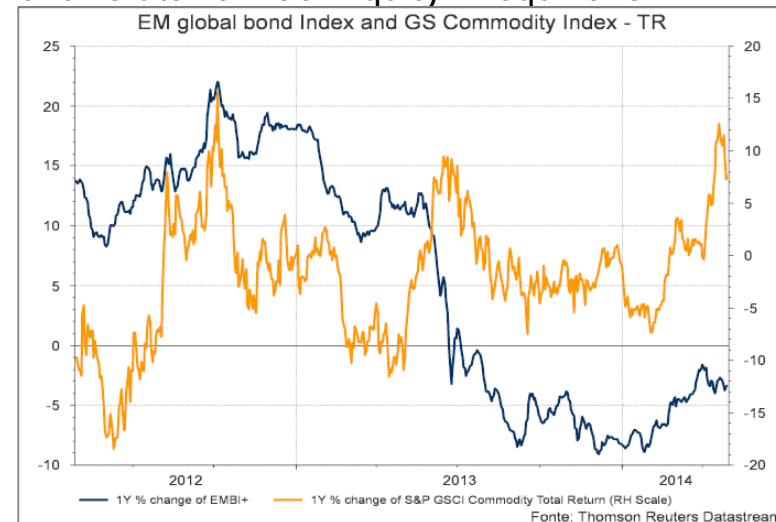
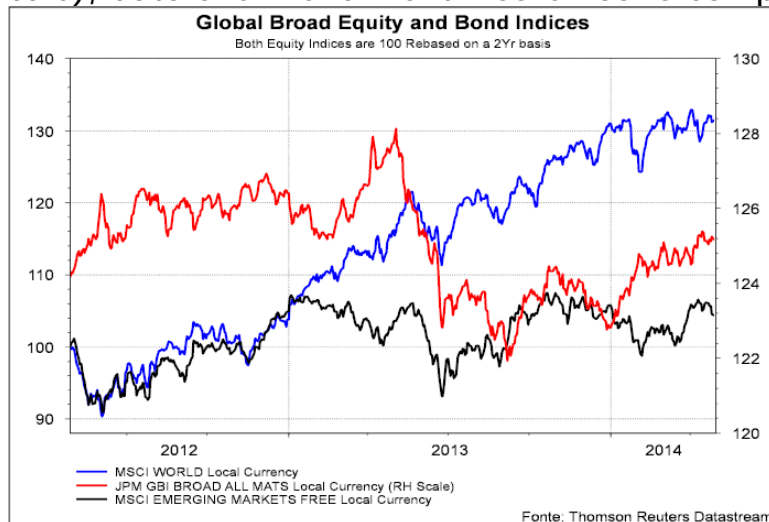
Le performance hanno in gran parte confermato le previsioni che avevamo formulato il mese scorso, nell'ambito di uno scenario che vedeva temporaneamente indeboliti i driver fondamentali e rafforzati i fattori contingenti. Sono quindi salite le attività che mostravano profili di rischio coerenti con i fondamentali «specifici» (Mais e Palladio) o fattori opportunistici (*relative value spread tightening* nei periferici EMU); mentre considerazioni puramente tecniche (*momentum trades*) sono all'origine di una selettiva ripresa dei listini EM. Sono state vendute le attività con profili di rischio non coerenti con i fondamentali e non supportate dai fattori idiosincratici (DAX, TOPIX, NASDAQ) e quelle a cui è mancato il sostegno della volatilità sistemica (Silver, WTI, Hedge Funds). I governativi benchmark fanno segnare rendimenti di poco positivi, più accentuati per l'indice EMBI+.



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

I mercati: evoluzione del quadro di riferimento

Nel mese di aprile i mercati finanziari hanno sperimentato andamenti più riflessivi, registrando risultati modesti per tutte le classi di attività. L'azionario segnala una iniziale ripresa del complesso dei listini EM, che ha tuttavia avuto breve durata, e che è apparso come la correzione di eccessi precedenti piuttosto che come l'avvio di un recupero sistematico. Gli investitori sono stati impegnati in una prudente rotazione settoriale, che in Europa ha fatto riemergere il settore delle utility e negli USA ha premiato gli industriali a danno dei tecnologici. A fine aprile, l'annuncio di operazioni di M&A su larga scala (Pfizer su AstraZeneca e GE su Alstom) ha guidato una moderata attenuazione della fase di ribilanciamento settoriale, ma ha esasperato una sostituzione «cross asset class» che si è risolta in un sostanziale sottopeso delle attività rischiose (Equity, Commodity, Corporate e EM bonds) a vantaggio del Cash e dei Governativi «core». Tale ricomposizione potrebbe continuare nelle prossime settimane, coinvolgendo i fondi pensione giapponesi, ma in generale crediamo che le opportunità di investimento saranno più sbilanciate verso i Convertibles, gli HY Corporate e gli EM Sovereign (anche in valuta locale), dato che i rendimenti «core» sono compressi e le valutazioni dell'Equity in equilibrio.

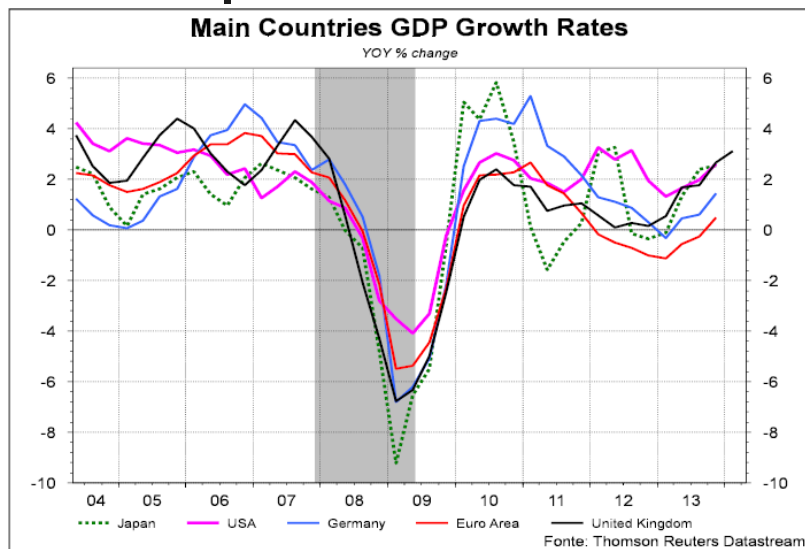


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Quadro generale: macro trend

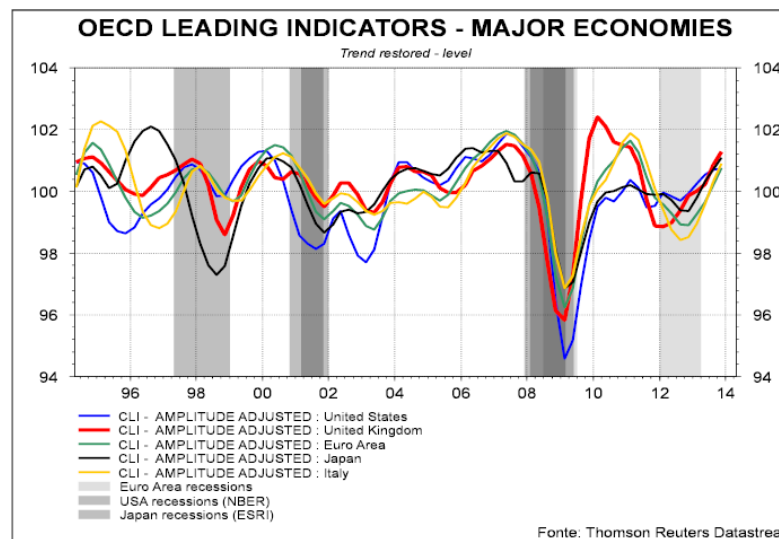
- L'economia globale continua ad espandersi ad un passo moderato; i dati recenti hanno confermato una sostanziale omogeneità delle tendenze intermedie della domanda aggregata nelle principali aree, a cui si è associata una graduale compressione dei tassi di variazione trimestrale, per via dell'indebolimento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

Scenario macroeconomico globale



Gli indici anticipatori dell'OCSE confermano il quadro di prudente miglioramento congiunturale, risultando più riflessivi in termini di variazioni percentuali. La capacità produttiva inutilizzata rimane accentuata, e suggerisce un calo del potenziale rispetto ai livelli pre-crisi che per i paesi sviluppati è misurabile intorno al -1,2% e per gli EM intorno al -2,5%. In aggregato, il prodotto potenziale globale è passato dal +5,5% precedente la crisi al +3,3% attuale.

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



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

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

Abbiamo rivisto al ribasso la crescita in Giappone, dove temiamo che la recente ripresa dei consumi sia temporanea; essa condiziona i confronti statistici in H2-2014. Allo stesso modo, i rischi per le previsioni di USA e UK sono al ribasso, a causa della sovra-esposizione ai fattori di rischio globali e di politiche monetarie più «neutrali».

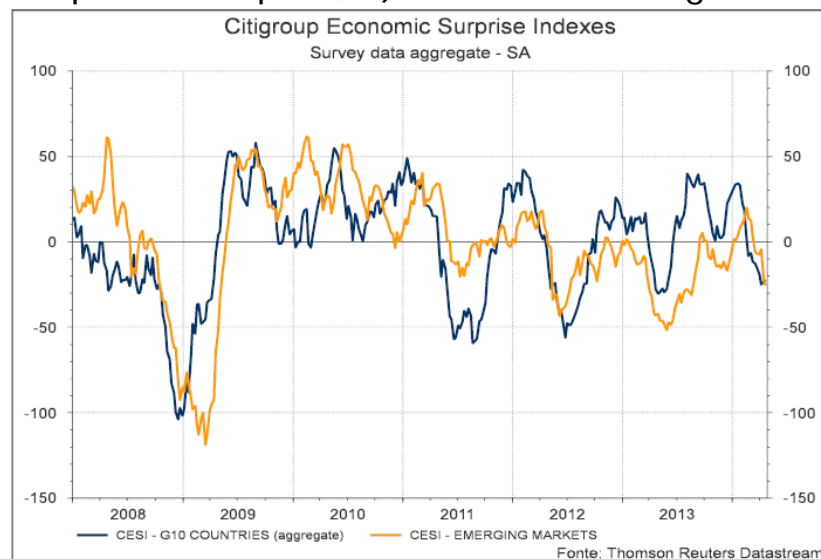
La previsione che l'Eurozona faccia segnare un recupero dell'1,1% è condizionata al mantenimento del profilo di forte accelerazione ciclica della Germania (+2,1% dal +0,5% finale del 2013), che potrebbe essere riconsiderato alla luce della crisi Russia/Ucraina; c'è tuttavia da segnalare che la dinamica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

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

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

Scenario macro: gli indici sintetici

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



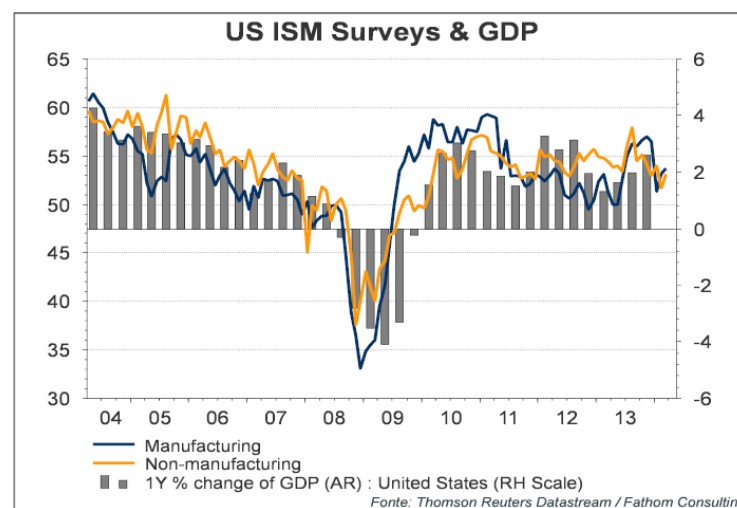
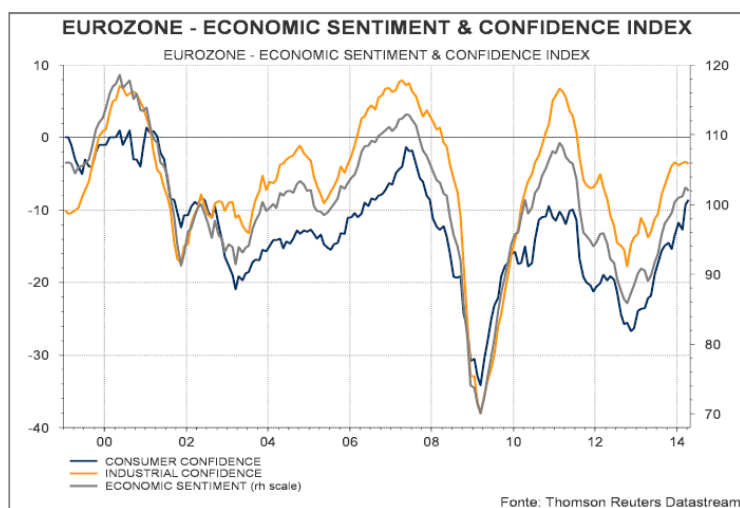
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Scenario macro: USA ed Eurozona

I dati più recenti confermano che USA, UK ed Eurozona (in misura minore) sono i principali motori della crescita mondiale in questa fase, che non evidenzia eccessi e quindi è sostenibile (e non soddisfacente). Negli USA sono molto costruttivi gli indici anticipatori: sia l'indice FED di Filadelfia (che fornisce uno spaccato comparato di ordini e livello delle scorte di prodotti finiti) sia gli indici ISM (servizi, oltre che manifattura) hanno segnato svolte significative che si sono poi rafforzate, suggerendo una ripresa più robusta a partire da fine marzo. Rimaniamo confidenti su un tasso di crescita che nel Q2-14 potrebbe superare il 3,0% QOQ Saar.

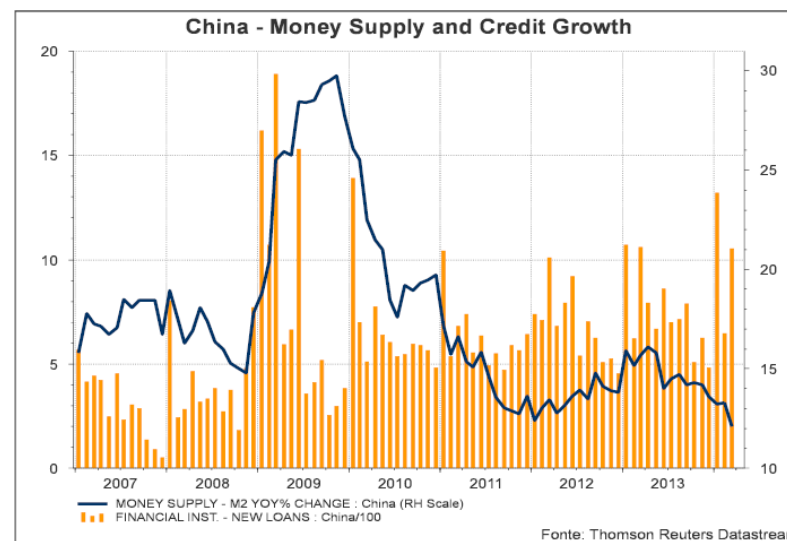
In Europa, la zona Euro è supportata da un netto miglioramento del clima economico (la fiducia dei consumatori è ai massimi da quattro anni) e da condizioni finanziarie accomodanti. Funge da freno l'inflazione e una dinamica del credito non coerente rispetto ad un ciclo in ripresa, mentre la domanda aggregata fa segnare risultati positivi in Spagna, Grecia e Portogallo, accompagnando la Germania nella risalita verso il recupero di trazione.

UK sperimenta una significativa accelerazione del ciclo e della produttività, senza inflazione.



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

Cina: l'aggiustamento è in corso

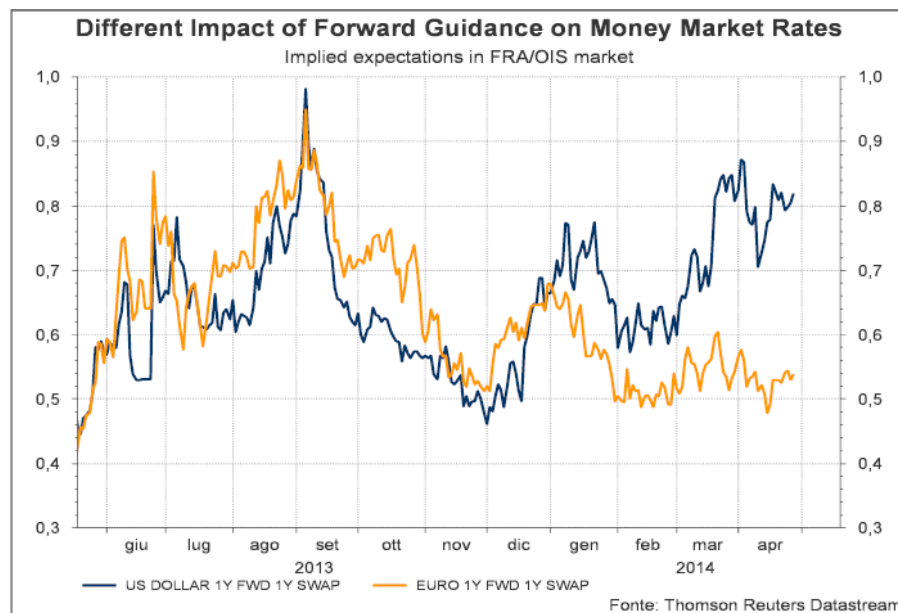


In Cina i dati più recenti hanno confermato le nostre previsioni di rallentamento della domanda aggregata, con il Q1-14 GDP QOQ Saar al +5,9%. L'apertura di settori strategici all'investimento dei privati accompagna un moderato accomodamento della PBoC, ma al contempo non può nascondere l'ipotesi che il 2014 si chiuda con un tasso di crescita prossimo al 7,0%. Manteniamo quindi previsioni di crescita H1-14 intorno al 5,9%-6,2% QOQ Saar, mentre confermiamo la previsione di una graduale svalutazione del CNY, per compensare l'irrigidimento creditizio.

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

Nel mese di aprile le principali banche centrali sono tornate a ribadire con forza che le politiche monetarie sono destinate a rimanere accomodanti nei prossimi 12-18 mesi. In particolare, la FED ha inteso in tal modo abbattere le aspettative di svolta anticipata del ciclo di policy che essa stessa aveva indotto dopo il FOMC di marzo, nel quale il presidente J. Yellen era apparsa ambigua relativamente ai parametri qualitativi osservati della «forward guidance» e diretta relativamente ai tempi della normalizzazione. La diffusa prudenza con la quale le autorità monetarie stanno affrontando questa sfida si spiega a nostro avviso con livelli di capacità produttiva inutilizzata insolitamente elevati rispetto al ciclo, un elemento che amplia l'output gap ed impedisce una solida ripresa degli investimenti in capitale fisico e dell'occupazione. Questo quadro implica una insoddisfacente dinamica del tasso di inflazione, ed un quadro delle aspettative relative ai fattori esplicativi dei prezzi di beni e servizi orientato in genere verso un ulteriore appiattimento.

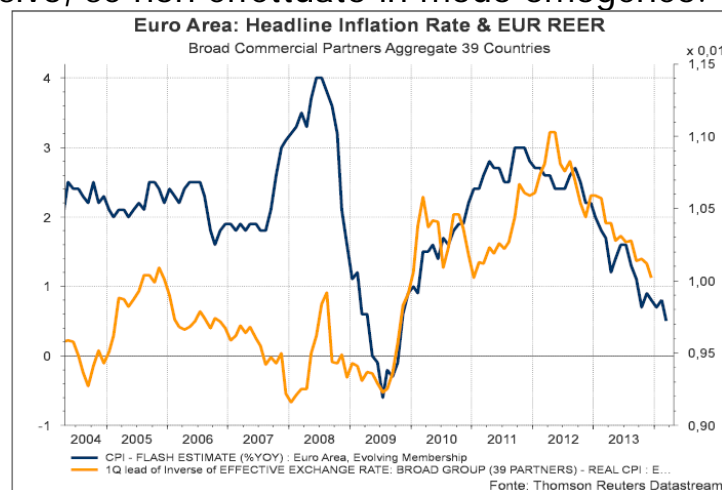


Nello scenario generale sopra delineato, osserviamo che le singole aree economiche attraversano fasi cicliche diverse, e che le politiche – monetarie e di bilancio - perseguite per favorire il recupero di trazione della congiuntura talvolta divergono: non si può sostenere pertanto che le banche centrali stiano condividendo le politiche convenzionali e non convenzionali di intervento. Registriamo tuttavia una sostanziale e diffusa attenuazione dei rischi di policy impliciti nei tassi di mercato, che favorisce l'ancoraggio delle aspettative e la flessione della volatilità dei mercati monetari.

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

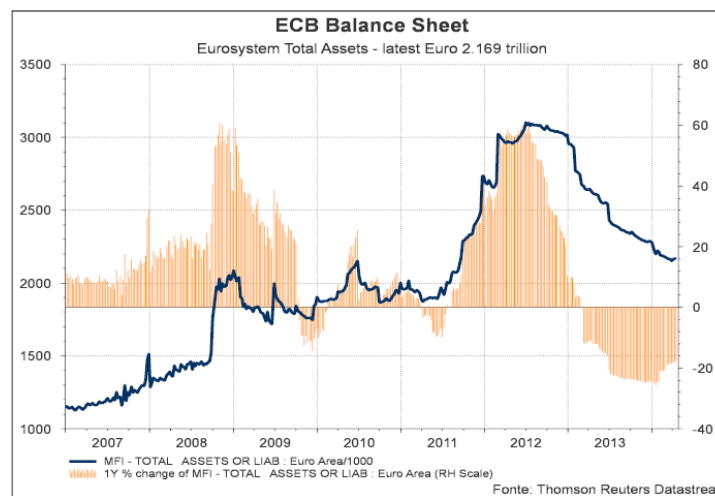
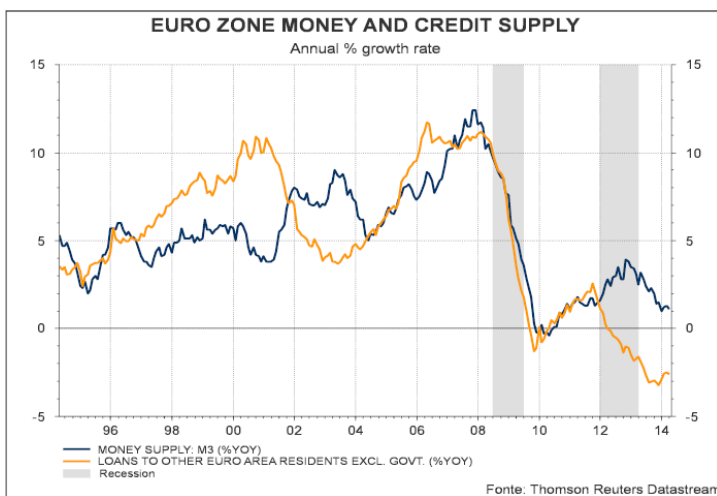
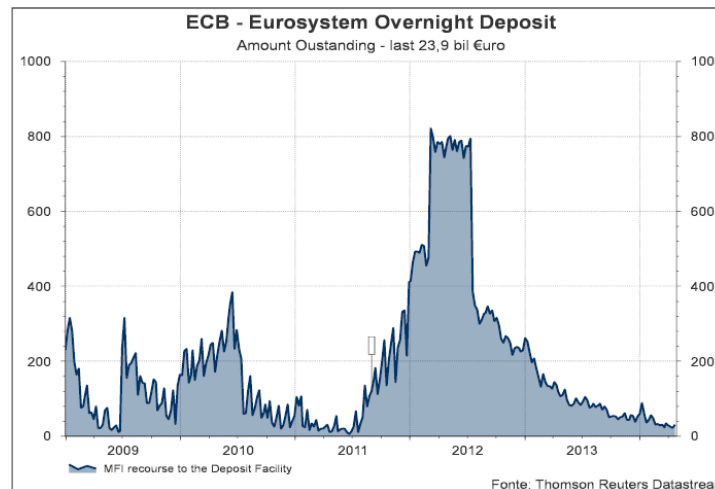
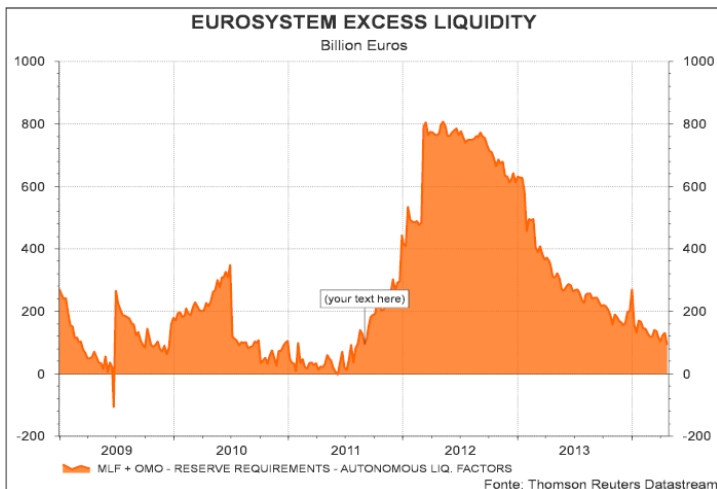
La BCE ha accentuato nella comunicazione al mercato le proprie preoccupazioni per una dinamica della crescita gravata da numerosi rischi, paventando l'ipotesi che, persistendo le attuali pressioni deflazionistiche in un ambiente economico depresso da disoccupazione e ampia disponibilità dei fattori di offerta, la fragile ripresa dell'Eurozona possa presto deragliare. L'apprezzamento del cambio è un altro elemento che rende perplesso il Board, e che peraltro ci induce a rivalutare il quadro dei possibili interventi della banca centrale. Premesso che la BCE pone maggiore enfasi sulle aspettative di inflazione di medio termine, che ritiene ancorate, alla luce del quadro sopra delineato non escludiamo interventi nei prossimi mesi. In particolare, la prima preoccupazione è il rilancio dell'offerta di credito al settore privato, che passa attraverso la mancata sterilizzazione del SMP (magari accompagnata da un tasso negativo sui depositi ON) e l'offerta di una LTRO finalizzata (e non sostitutiva della liquidità). L'avvio di un mercato delle ABS è al momento auspicato dalla BCE, ma esso passa dalla disponibilità ad una sostanziale disintermediazione delle banche, ed è quindi più difficile da realizzare. Più complicato ipotizzare un QE in stile FED, dal momento che qualunque acquisto di Governativi sarebbe discriminante e distorsivo, se non effettuato in modo omogeneo.



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

La BCE ed i mercati monetari EMU

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



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

Fixed Income Markets

In aprile i mercati Fixed Income hanno mostrato andamenti più omogenei ed in generale più favorevoli. Le tensioni connesse al comunicato della FED di marzo, che sembrava implicare un passo della normalizzazione più veloce, si sono gradualmente attenuate, mentre gli investitori istituzionali vedevano comprimersi gli spazi per realizzare extra-performance perseguendo una ricerca di rendimento esasperata a fronte di premi di rischio ormai molto compressi (spread EMU periferici, Corporate HY).

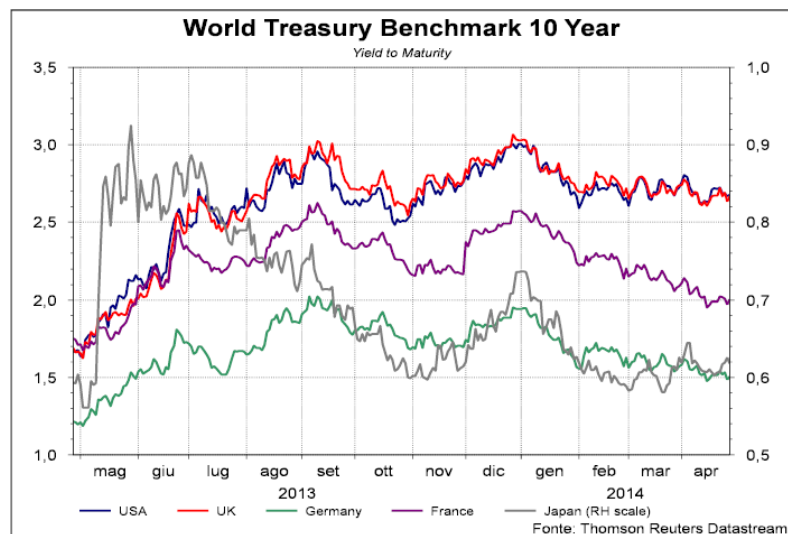
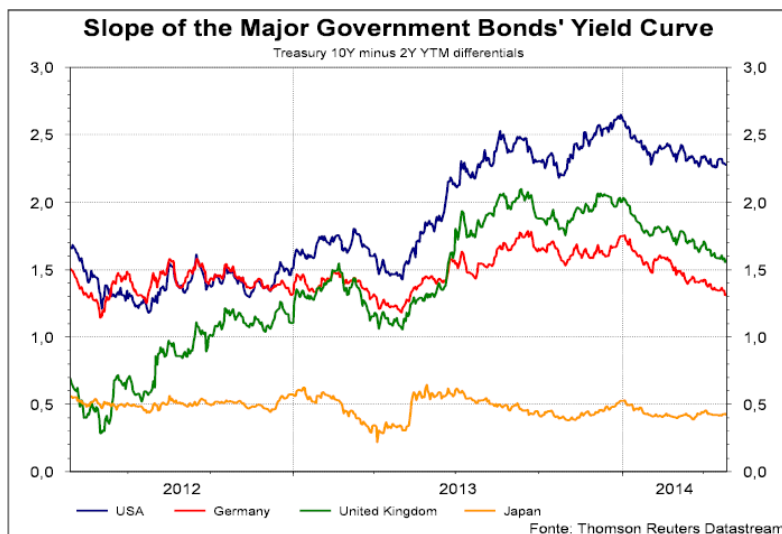
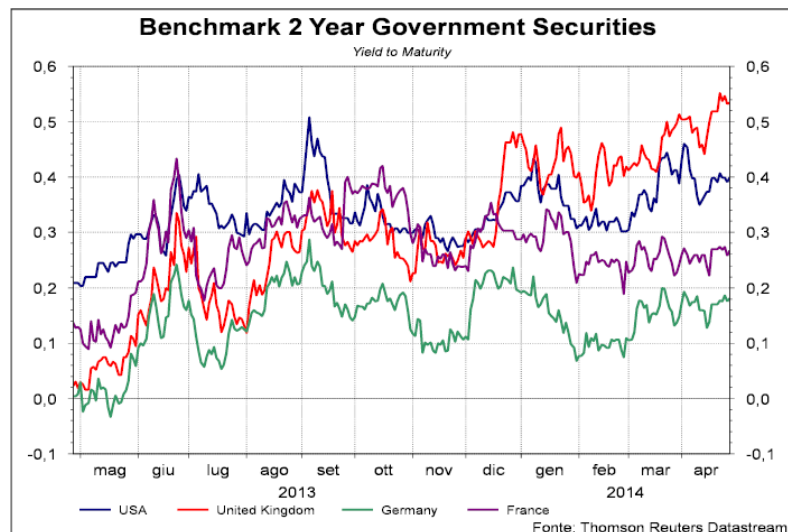
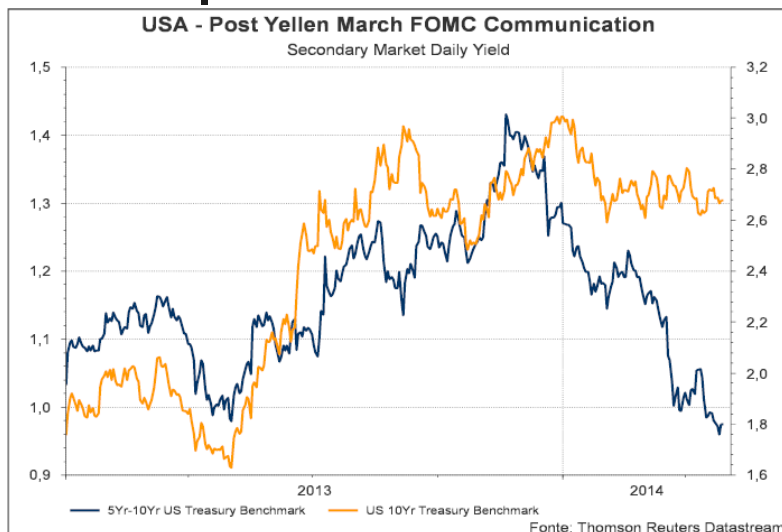
La curve governative «core» sono tornate ad appiattirsi, per la combinazione di messaggi accomodanti da parte di tutte le banche centrali principali (preoccupate di un quadro inflazionistico decisamente debole rispetto al ciclo, e di un tasso di utilizzo della capacità produttiva che rimane molto basso e che non supporta una ripresa stabile degli investimenti) e di un'accentuata domanda di protezione da parte degli istituzionali.

Recenti indagini condotte da primarie banche d'affari mostrano che in aprile il sovrappeso del Cash (+5,0%) e dei Governativi «core» (+4,0%) nei portafogli degli istituzionali ha compensato il sottopeso di Equity (-4,5%), Corporate e EM bonds (-2,5%) e Commodity (-2,0%), a dimostrazione che le preferenze si sono in parte modificate, sia pure non conducendo ad una accentuata correzione dell'Equity.

Al contempo, gli spazi per condurre operazioni con carry positivo (ad esempio long spread EMU, short USA 2-5Y) sono di fatto piuttosto compromessi, con le curve periferiche «risk adjusted» che incorporano premi troppo bassi rispetto alle aspettative (l'inflazione corrente è ai minimi, mentre quella implicita nei TIPS è in linea con le previsioni della BCE).

Questo è il motivo per il quale le preferenze degli investitori sono tornate a valutare opportunità nei segmenti Corporate HY (carry di nuovo attraente con la curva USA e EMU a breve ancorata) e in quello EM sovrano, che a fronte di rischi sistemici in calo presenta opportunità in Brasile e Indonesia (local currency), in Sud Africa e Ungheria (hedge in USD).

Fixed Income Markets



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

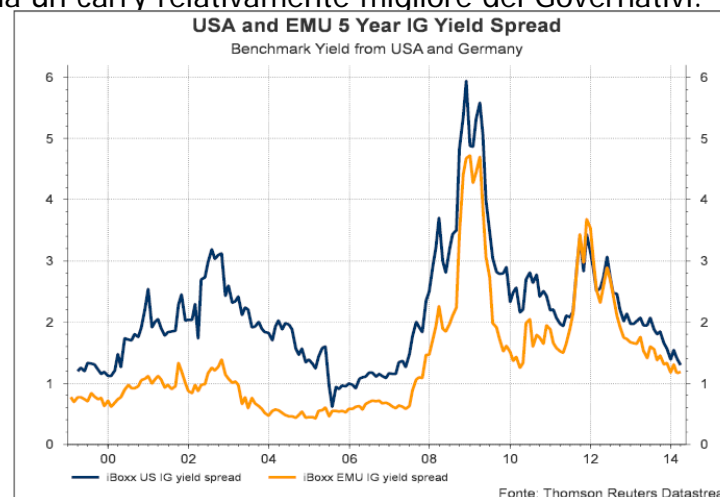
Credit Markets

I corporate credit spread si sono ridotti ancora in aprile, beneficiando di un sensibile miglioramento delle condizioni economiche (bassa crescita e politiche accomodanti) e di mercato (ricerca di rendimento), che alimentano le ipotesi di continuazione delle principali tendenze in atto nel segmento: flessione degli spread, contrazione 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 2,08% nel segmento IG ed il 3,98% 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». La volatilità è infine rimasta contenuta nel segmento Credit, nonostante stiano emergendo timidi segnali di re-leverage in alcuni dei settori di emissione più attivi (in particolare quelli interessati da mega operazioni di M&A), peraltro contenuti dalla estrema attenzione delle autorità monetarie al contrasto di possibili bolle nei mercati delle attività. Prevediamo un consolidamento dei Corporate OAS; nel breve essi sono sostenuti da un carry relativamente migliore dei Governativi.

US PRIMARY CREDIT MARKET

Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	66	101.013	90	101.683	237	346.528
Financial	85	111.163	80	97.734	247	239.749
Utilities	26	12.450	22	10.425	94	44.793
Yankee Bonds	115	164.262	97	125.795	257	351.244
Sovereign	23	36.250	25	31.100	49	72.600
Emerging Markets	18	9.150	33	15.320	59	28.395
High Yield	163	97.463	211	113.955	575	306.719
Agencies	43	66.950	60	99.037	138	181.958
Total	539	598.701	618	595.049	1656	1.571.986

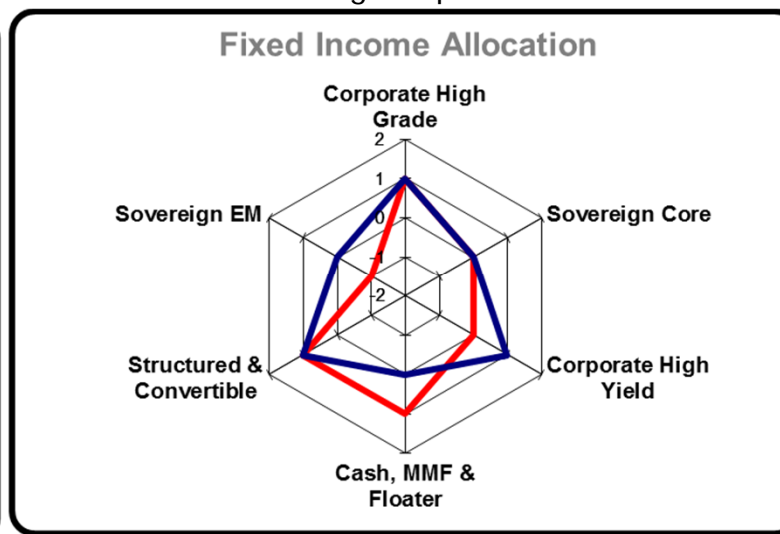
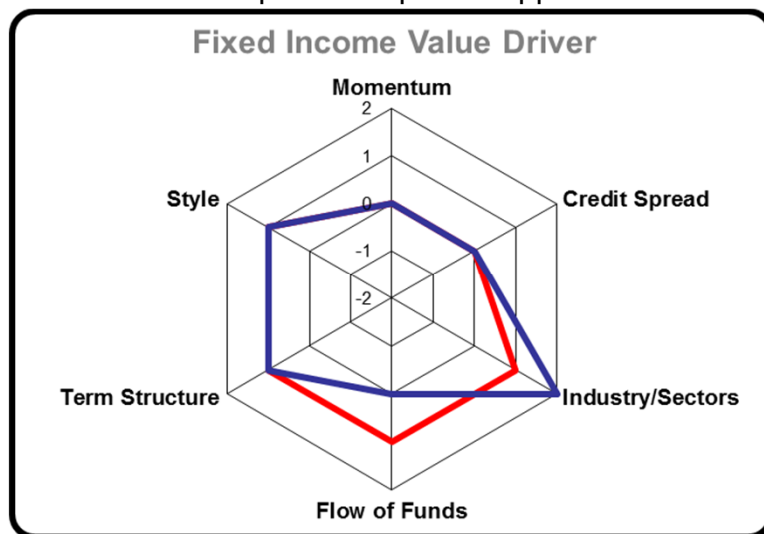
Fonte: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending Apr 25/14



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.

Fixed Income Markets: strategia

In aprile sono continuati gli acquisti dei periferici EMU, coinvolgendo tutti i PIIGS, ma le performance sono state più contenute. Sono saliti i prezzi di alcune emissioni sovrane EM, dei Corporate HY ed IG (soprattutto Financials), a fronte di una sostanziale tenuta dei rendimenti dei governativi «core». Scenario macro migliore, ma rischi al ribasso elevati per via di inflazione in calo e bassa capacità utilizzata, supportano curve benchmark ancorate, contenuti premi al rischio e ridotta volatilità idiosincronica. Lo scenario, che non dà spazi per caricare i governativi «core», è favorevole all'accumulo moderato di posizioni nei Corporate, limitato agli IG Financials nelle classi di rating più basse ed agli High Yield, supportati da una netta ripresa delle emissioni sul primario. Mentre l'esigenza di copertura sistematica richiede di abbassare la duration del portafoglio FI, l'assenza della combinazione che storicamente produce uno spostamento parallelo della curva dei tassi (crescita, inflazione e tassi di policy) e quindi strategie connesse alla modulazione della duration, ci induce a preferire i rischi di credito ai rischi di tasso. Continuiamo quindi ad accumulare, con più gradualità, i Convertibles, i Corporate HY (USA/UK preferiti a EMU) ed i periferici EMU 7-10Yr, che presentano la miglior combinazione Rischio/Rendimento (condizioni finanziarie, miglioramento del ciclo, bassa inflazione), mentre manteniamo una posizione per un appiattimento delle curve USA e UK via «long steepen 5-2Yr».



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

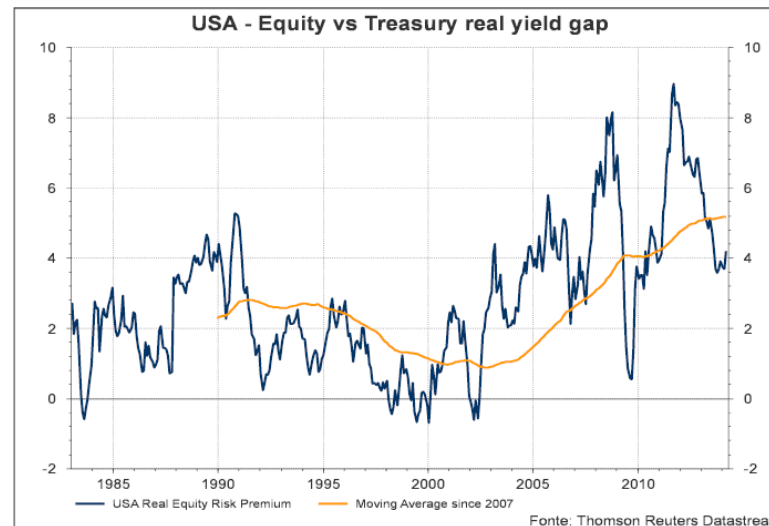
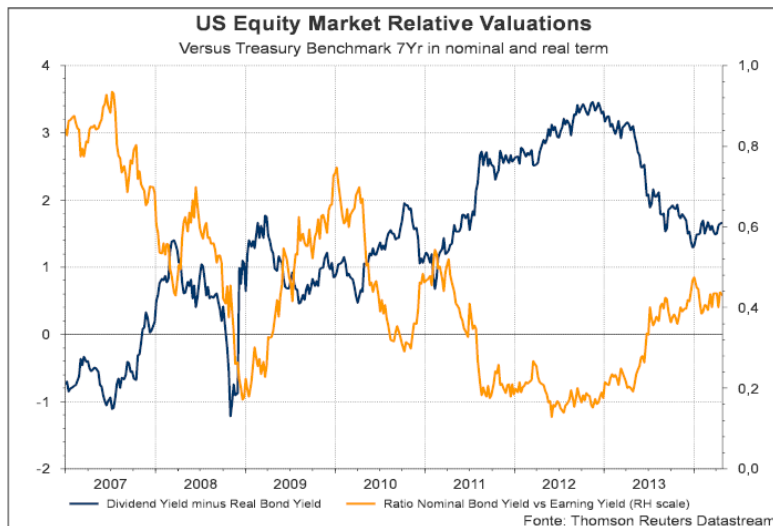
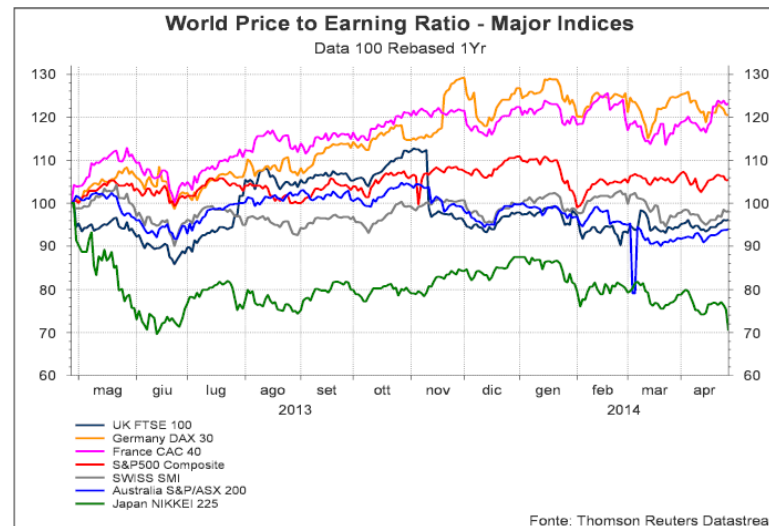
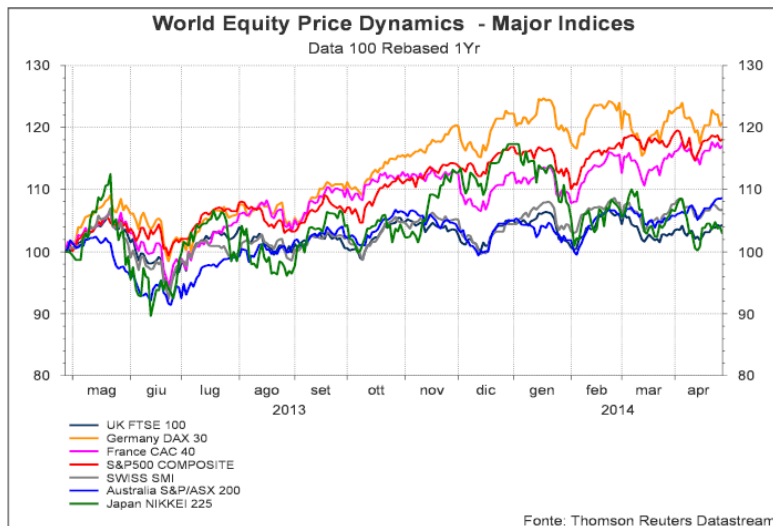
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Global Equity markets trend

Nel mese di aprile i mercati azionari hanno evidenziato andamenti decisamente riflessivi, che hanno fatto seguito a maggiori turbolenze sperimentate nel bimestre precedente. Gli indici globali MSCI hanno chiuso con variazioni mensili nulle o leggermente positive (comunque inferiori al +1,0%), mentre nella parte negativa del range troviamo Tokyo (-2,2%), Nasdaq (-2,0%) e Dax (-1,5%), considerati per ragioni diverse mercati sovra-esposti ai rischi in questa fase. In particolare, su Tokyo pesano i timori di inefficacia del mix di politica economica adottato dalle autorità per rilanciare la domanda aggregata; pesa inoltre la considerazione che la politica monetaria ha bisogno di indebolire il tasso di cambio per realizzare il target di inflazione atteso (2,0% nel medio termine), un fattore che rende il mercato locale meno attraente per gli investitori internazionali, perché caratterizzato da un profilo rischio/rendimento peggiore. Il listino tecnologico USA ha risentito di valutazioni troppo elevate in alcuni settori, in particolare il bio-tecnologico/medicale/ingegneristico, storicamente più sensibili del resto del comparto alla dinamica dei tassi di interesse. Le scelte di investimento, in genere orientate verso la prudenza sui listini americani, stanno facendo emergere una preferenza per i settori maturi (dove pesa la presenza di risorse liquide non allocate dalle imprese) ed anche per le utilities (un settore difensivo che è anche la naturale contropartita delle dismissioni di investimenti in Tecnologia), limitando l'upside del Nasdaq. Come accennato nel precedente rapporto, la persistenza di una rotazione settoriale più equilibrata potrebbe nascondere una sostanziale maturità del ciclo USA, alimentando le probabilità di una più profonda correzione, specie dopo che saranno più chiari i tempi della normalizzazione dei tassi di policy. Il Dax ha assunto dinamiche non coerenti con il ciclo in Germania, che continua a rafforzarsi e che beneficia di una sostanziale tenuta dell'export netto, nonostante le tensioni che attraversano alcuni tipici mercati di sbocco (Turchia, Brasile, Est Europa). L'andamento del listino di Francoforte conferma a nostro avviso che le valutazioni sono verosimilmente superiori al «fair value», e che nel computo dei rischi (bassa inflazione e politiche monetarie ultra-accomodanti nell'Eurozona e crisi Ucraina), la componente sistematica è prevalente.

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

Global Equity markets



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

Global Equity markets arithmetics

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

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

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

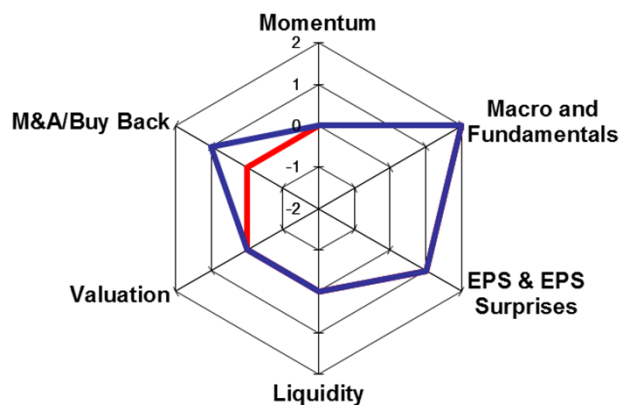
Gli USA, isolati dagli shock esterni, scontano valutazioni «fair» ma sono esposti alla debole dinamica dell'attività ed alla possibile sottovalutazione della maturità del ciclo domestico; ciò fa preferire attività connesse al ciclo globale, soprattutto beni intermedi, industriali e consumi durevoli,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

PRINCIPALI INDICI DI BORSA				Crescita Utile per Azione			Rapporto Prezzo/Utile		
	chiusura	variazione	Dividend	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	28/04/2014	2014	Yield						
S&P 500	1869,43	1,1%	2,3%	6,1%	7,8%	11,6%	17,2	15,9	14,3
S&P GICS Information Tech.	4074,40	-2,4%	2,2%	1,9%	9,7%	11,0%	16,8	15,3	13,8
EURO STOXX (EUR)	321,66	2,3%	3,9%	-3,5%	11,9%	15,5%	15,9	14,2	12,3
FTSE-100 INDEX	6700,16	-0,7%	4,2%	-11,5%	8,6%	9,4%	14,8	13,6	12,4
TOPIX First Segment	14288,23	-12,3%	1,9%	30,2%	73,3%	8,3%	22,5	13,6	12,6
MSCI WORLD INDEX	1187,92	0,3%	2,9%	5,7%	8,2%	11,6%	16,4	15,2	13,6
MSCI EMERGING MARKETS	46528,61	-1,3%	2,7%	8,1%	12,1%	10,3%	12,1	10,7	9,7
MSCI PACIFIC	751,81	-6,6%	2,7%	38,0%	8,8%	9,6%	14,6	13,5	12,3
MSCI EM LATIN AMERICA	1860,98	12,2%	3,3%	3,0%	17,6%	11,0%	14,0	12,0	10,8
<i>Fonte: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregate</i>									

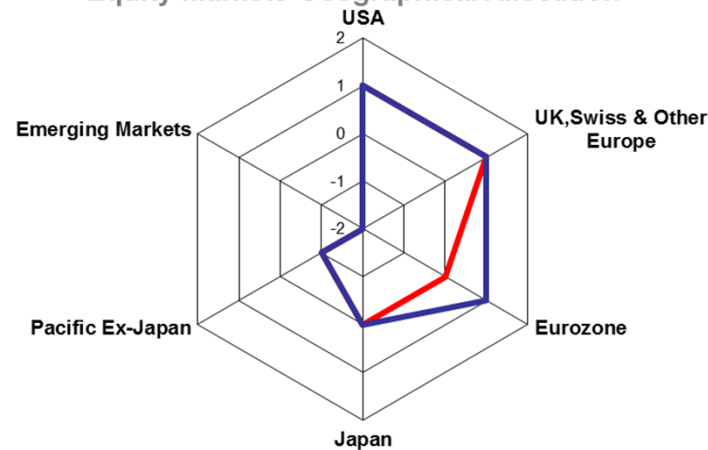
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

Equity Markets: strategia

Equity Markets Value Driver



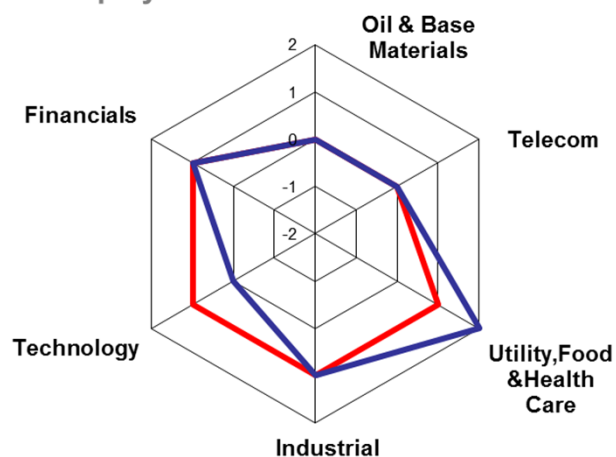
Equity Markets Geographical Allocation



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

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

Equity Markets Sector Allocation



Abbiamo aggiustato le posizioni alla luce della diffusione della ripresa nei DM e dell'attenuazione dei rischi negli EM. Aumentato il peso di UK ed EMU, sostenuti da fondamentali migliori. A livello settoriale, Pharma e Industrials beneficiano della ripresa delle operazioni di M&A su larga scala. Rimane sottopesato il complesso degli EM, mentre il Giappone è stato mantenuto «neutrale» grazie a prospettive di utile migliori del consenso. L'ottimismo della FED sul ciclo ci ha indotto a rafforzare l'esposizione in USA, che ha il vantaggio di un'equilibrata distribuzione dei settori: nel farlo preferiamo accumulare nel comparto industriale, riducendo selettivamente le tecnologie.

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

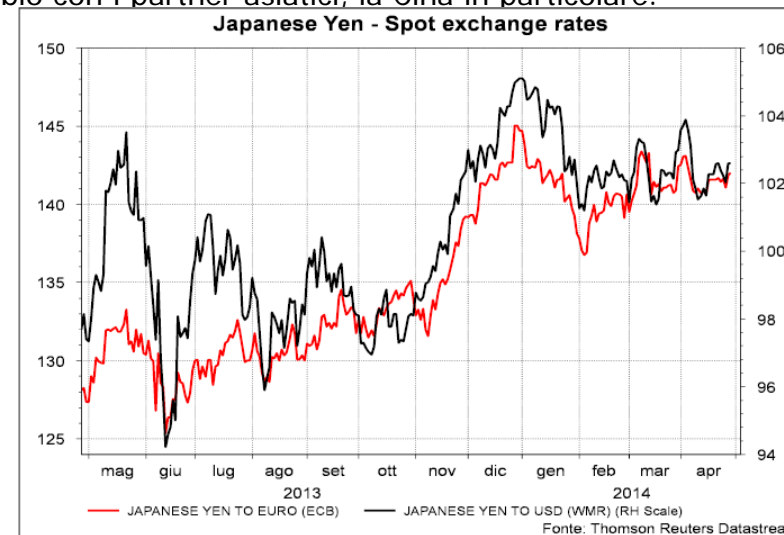
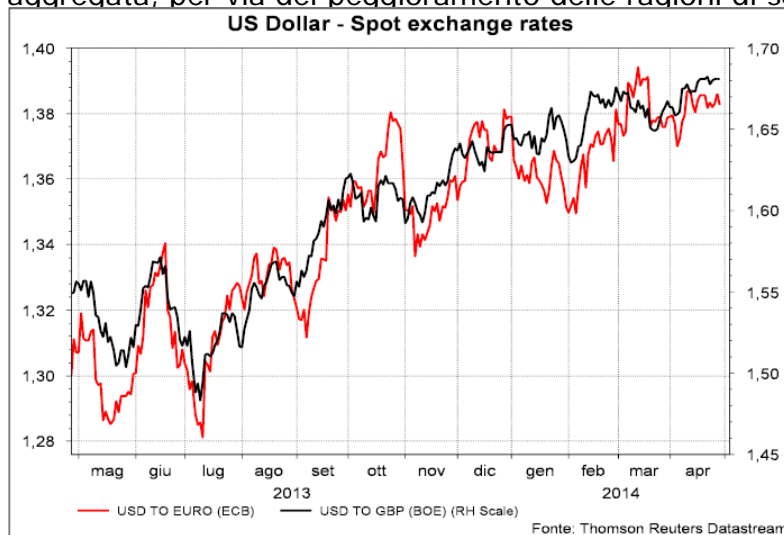
FX Markets: majors

Il mercato FX è stato caratterizzato da una significativa diminuzione della volatilità dei cross-rates G4, e dalla speculare riemersione di opportunità fra le EM currencies. USD si è mediamente apprezzato contro tutte le major, con la sola eccezione di GBP, che tuttavia ha perso trazione nella parte finale di aprile.

Più in generale, GBP è comunque supportata dalle aspettative di rafforzamento del ciclo espresse dai settori produttivi e da bassi livelli di inflazione, che danno fiato a politiche monetarie accomodanti; esse si traducono in una dinamica della domanda aggregata relativamente migliore dei paesi competitors, come ha dimostrato il dato sulla crescita del GDP nel primo trimestre dell'anno. Crediamo quindi che la forza della valuta britannica sia destinata a persistere nel futuro prevedibile, ancorché i margini di apprezzamento siano ormai piuttosto ridotti.

EUR ha recuperato posizioni contro USD dopo il rapido deprezzamento connesso al comunicato FOMC di marzo, che sembrava indicare tempi di normalizzazione della politica della FED più rapidi; peraltro, la divisa europea riflette al momento una sostanziale prudenza della FED e una politica di «vigile attesa» (in assenza di azioni concrete) da parte della BCE, che induce la persistenza di tassi di interesse reali favorevoli alle posizioni EUR.

JPY si è apprezzato contro USD ed EUR, perdendo trazione a fine aprile; l'andamento della congiuntura, degli investimenti e dei consumi è stazionario, mentre continua a peggiorare la componente estera della domanda aggregata, per via del peggioramento delle ragioni di scambio con i partner asiatici, la Cina in particolare.

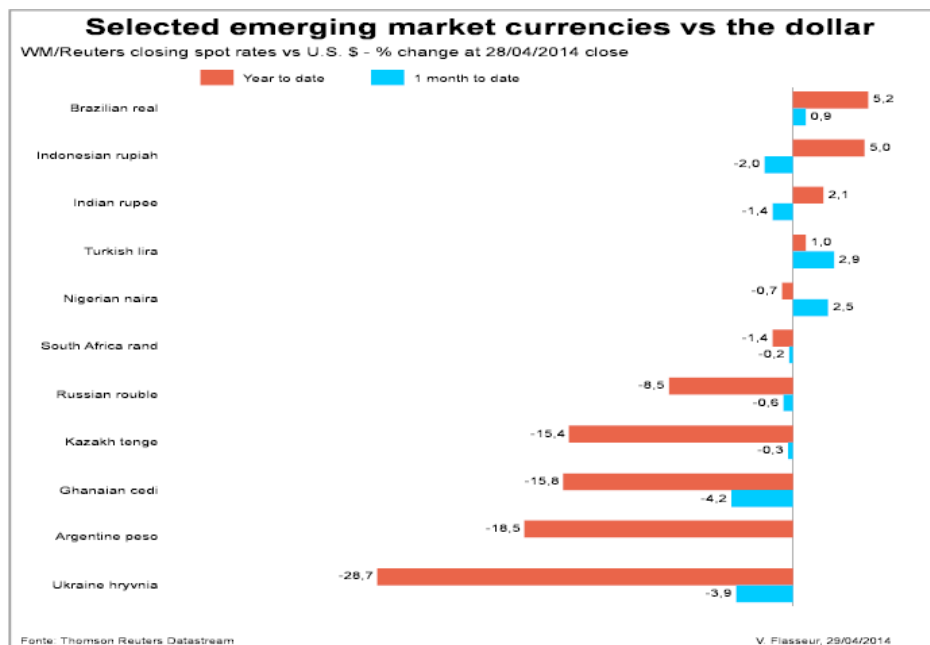


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

FX Markets: EM currencies

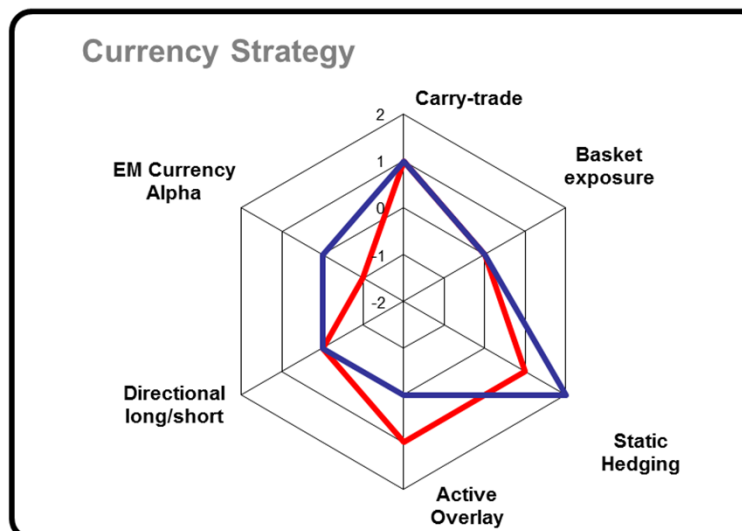
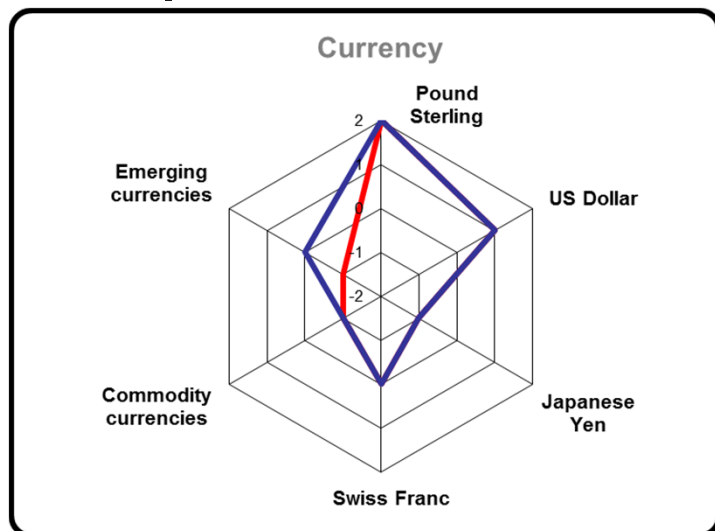
Per quanto riguarda le divise EM, negli ultimi 12 mesi sono stati soprattutto gli squilibri delle partite correnti a determinare l'intensità dei flussi di capitale in uscita, che hanno poi provocato deprezzamenti più o meno accentuati nei confronti del USD: le cinque divise guida del complesso (IDR, INR, BRL, TRY, ZAR) contro USD hanno perso in media il 15% da maggio 2013, ma il Peso (ARS) ha sperimentato perdite del 36% nello stesso periodo. Dall'inizio dell'anno solo tre tassi di cambio hanno fatto eccezione alla continuità delle flessioni, INR, IDR e BRL, con la prima che ha beneficiato di una significativa flessione dei premi al rischio impliciti nei CDS. Nel valutare la possibile evoluzione di questo comparto – contro il quale manteniamo un basket selettivo «long USD» - occorre identificare l'evoluzione di tre drivers principali: 1) gli spazi e i tempi di miglioramento delle partite correnti; 2) il sostegno di politiche monetarie restrittive e di elevati tassi di policy (carry); 3) la valutazione di mercato – relativa e assoluta – delle divise EM. Aggiustamenti del conto corrente della BoP sono in corso in India, con effetti nella dimensione delle riserve, mentre continua a migliorare la bilancia commerciale in Indonesia

Lo stesso dato ha mostrato sintomi di sostanziale azzeramento del deficit in Brasile, Turchia e Sud Africa, nel primo caso puntando ad un trend più costruttivo nel futuro prevedibile. Un elevato carry, connesso a politiche monetarie rigide nei principali EM, è fattore di attrazione per molte divise (i rendimenti a 3 mesi FWD sono compresi fra l'11,5% della TRY ed il 5,9% della IDR), ma al contempo deve essere corretto per i premi di rischio impliciti in un quadro di aggiustamento macro che potrebbe richiedere un tasso di cambio ancora debole. Alcune di queste divise, infine, sono evidentemente «cheap» sulla base di valutazioni storiche e econometriche, benché tenendo conto dei parametri evidenziati, solo IDR, BRL INR continuerebbero il recupero.



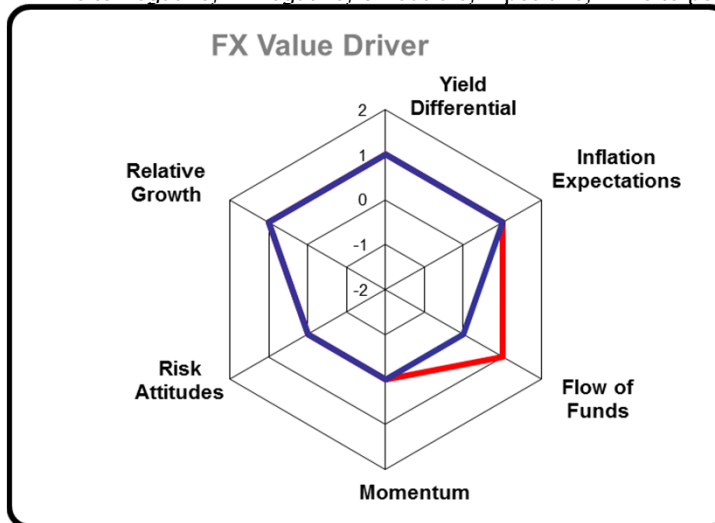
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

FX Markets: strategia



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

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

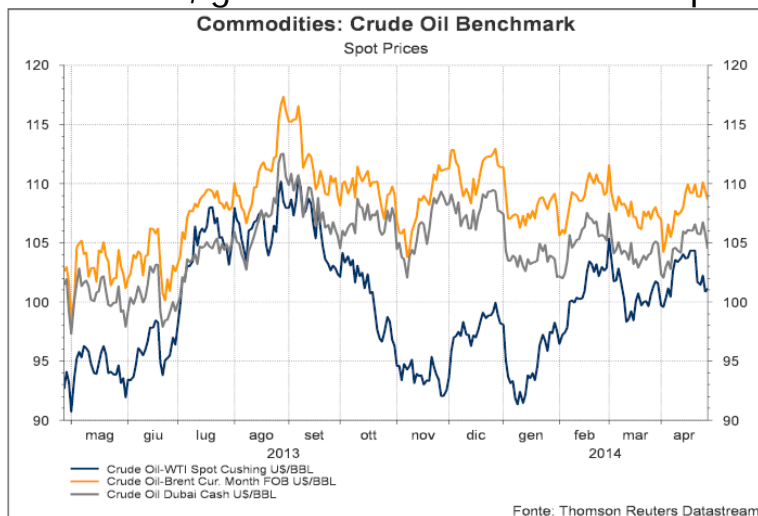


Accumuliamo GBP a breve contro tutte le majors, e montiamo con più gradualità posizioni direzionali «long USD». Su JPY la posizione è «*net short*», a causa delle avverse condizioni competitive, peggiorate dopo l'ampliamento della banda dello Yuan. Manteniamo operazioni carry-trade «short JPY». Bassi livelli di volatilità suggeriscono operazioni di copertura strategiche, in questa fase favorite da costi contenuti. Risposte di policy adeguate ci inducono a valutare opportunità fra le EM currency, in particolare BRL, MXN e IDR, mentre scartiamo TRY e HUF (con un carry attraente) in quanto sovraesposte a crisi Ucraina.

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

Nel mese di aprile il complesso delle commodity ha fatto segnare una performance positiva, ancorché limitata allo 0,6%. Alla continuità delle tendenze del segmento delle Agricole (dove la siccità, le scorte e la domanda di mangimi ed etanolo supportano soprattutto il Mais e la Soia) si è affiancata una significativa ripresa dei Metalli Industriali, trainati soprattutto dal Nickel (pesano i timori di sanzioni più dure alla Russia, che è il maggiore esportatore); anche il Rame ha realizzato un limitato recupero (+1,1%), a fronte del rilassamento delle condizioni creditizie operato dalla PBoC, che ha rimandato la riduzione delle posizioni CCFDs e il conseguente aumento delle disponibilità sul mercato fisico. Sul Petrolio, i cui prezzi sono scesi per tutte le varietà, avevamo anticipato nel precedente rapporto che erano eccessivi gli aumenti registrati in marzo, a fronte dell'avvio delle manutenzioni nelle grandi raffinerie e di livelli di scorte che negli Stati Uniti sono ai massimi dal 1982. E' rimasto più elevato il prezzo del Brent, a causa di possibili maggiori impatti in Europa delle sanzioni alla Russia, un fattore di rischio che riteniamo possa persistere nelle prossime settimane, guidando un aumento dello spread sul WTI più che una tensione sul prezzo spot.



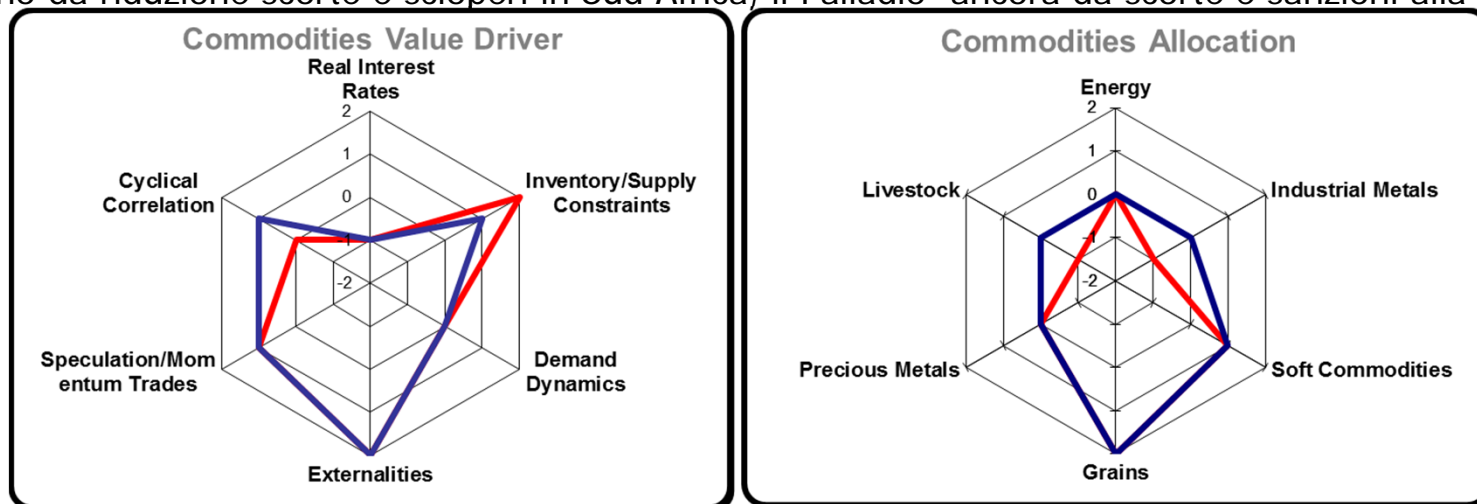
GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	week%	mth%	2014ytd%	2013final%
S&P GSCI Commodity	-0,90%	0,63%	3,56%	-2,21%
S&P GSCI Energy	-1,95%	0,16%	0,34%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	0,13%	3,72%	-1,48%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	1,71%	-1,84%	16,79%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	2,64%	2,83%	18,80%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	0,86%	0,22%	7,19%	-29,31%

Fonte: Datastream - dati al 28/04/2014

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.

Commodity Markets: strategia

Le buone performance realizzate dalle commodity in aprile non ci hanno indotto a modificare la posizione complessiva del comparto, che rimane sottopeso per il prosieguo dell'anno. I prezzi nel mese sono stati sostenuti da fattori geopolitici, da condizioni meteorologiche estreme e da sintomi di miglioramento dello scenario macro più diffusi: riteniamo la natura dei primi due fattori temporanea, mentre lo scenario esterno contiene rilevanti elementi di sopravvalutazione. Ciò giustifica la nostra cautela. La crisi Ucraina non avrà riflessi sul mercato fisico Energy e Grains, perché l'eventuale persistenza delle tensioni geopolitiche avrà riflessi di lungo periodo (qualcuno la definisce «pace fredda»), ma non tali da provocare una distruzione delle normali «interessenze» commerciali. Fattori stagionali e decisioni di semina in parte errate alla luce della siccità in alcuni stati USA e in Brasile avranno impatti di breve sul mais e sulla soia, ma l'effetto tenderà ad attenuarsi man mano che la domanda di mangimi dovrà fare i conti con i differenziali di prezzo. L'allocazione tiene conto dei fondamentali specifici: il Mais è sostenuto da deboli condizioni di offerta e domanda di etanolo, il Platino da riduzione scorte e scioperi in Sud Africa, il Palladio ancora da scorte e sanzioni alla Russia.

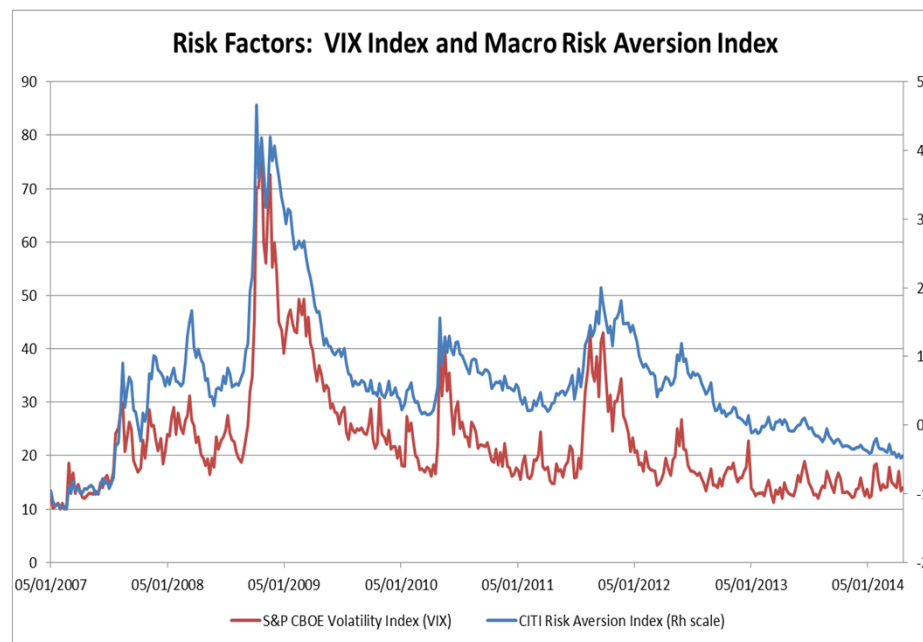


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

Risk Factors: Volatility & Risk Aversion

Nel mese di aprile i listini azionari hanno visto attenuarsi l'appetito degli investitori, un fattore reso evidente dalla sensibile flessione della volatilità sistemica (indici VIX) e idiosincratICA. Le performance sono state il riflesso di una valutazione dei fattori macro locali e dei fattori micro aziendali, risultandone condizionate (bene Londra, Sydney, Toronto, Parigi; male Tokyo, Francoforte e il NASDAQ). Gli investitori hanno aumentato la selettività geografica e settoriale, ma la rotazione riveniente ha premiato e penalizzato solo sulla base di considerazioni tecniche («momentum trades»). L'esposizione dei portafogli istituzionali è più protettiva, con un sensibile sovrappeso dei governativi di qualità e del cash, a fronte di un calo della volatilità relativa. Il mercato FX registra oscillazioni limitate, a fronte di una sostanziale tenuta di EUR, USD e JPY: solo GBP si rafforza sulla base di un quadro domestico in deciso miglioramento.

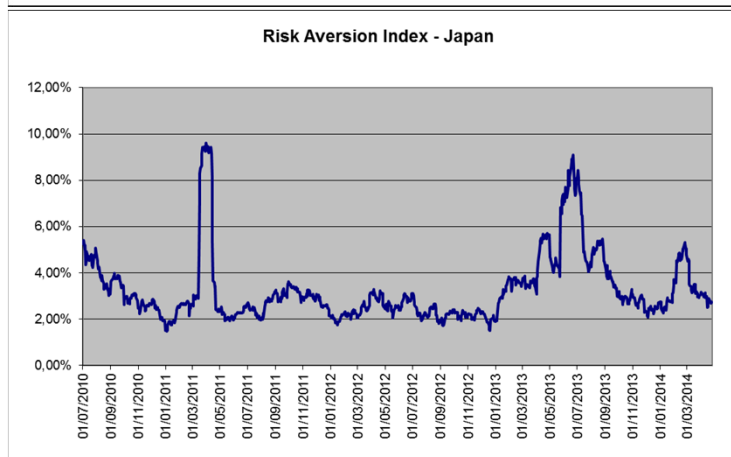


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	February	March	April	February	March	April	February	March	April
USA	22,39	27,03	20,75	14,66	10,13	13,70	-	-	-
Brazil	14,11	22,53	13,30	21,99	19,26	20,53	12,76	10,85	12,27
Mexico	13,06	17,04	10,45	14,20	15,71	10,03	9,96	7,40	5,55
UK	20,45	23,53	21,41	9,38	12,28	9,66	6,13	3,68	3,94
France	22,46	29,23	26,65	10,76	17,73	12,07	5,21	6,13	3,46
Germany	30,03	39,32	30,94	12,48	21,43	16,69	5,21	6,13	3,46
Italy	16,10	17,65	18,36	15,99	22,82	22,13	5,21	6,13	3,46
Japan	23,27	25,69	24,30	33,02	23,63	19,91	7,13	7,08	5,94
Australia	19,96	20,27	11,20	12,79	9,67	9,27	9,37	8,22	6,69
Canada	26,02	23,53	18,94	10,26	5,29	7,70	5,51	7,19	4,42

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

Attitudini degli investitori verso il rischio

Nel mese di aprile gli investitori hanno mantenuto comportamenti prudenti, nonostante siano gradualmente emersi diffusi sintomi di rafforzamento del quadro macro; persistono fattori di rischio dagli esiti imprevedibili, che sembrano al momento prevalenti nelle scelte di allocazione. Le attitudini verso il rischio rimangono differenziate, incorporando elementi di valutazione locali più che globali: in Italia, i primi provvedimenti economici del Governo hanno accentuato la flessione dei livelli di avversione al rischio, ed in Giappone il RAI è sceso a ridosso dei minimi, anche se in entrambi i casi i listini non ne hanno beneficiato. In Germania e negli USA la tendenza dei RAI è mediamente al rialzo: il DAX resta sovra esposto agli eventi Ucraini, mentre lo S&P500 è sensibile alla dinamica degli EPS.



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

- Sintomi di ripresa più diffusi a fronte di elevata capacità inutilizzata, rischi al ribasso per gli EM e per l'inflazione costringono l'Equity DM a dinamiche più riflessive. I Corporate HY e IG beneficiano di una sostanziale stabilità dei tassi benchmark. Un portafoglio più bilanciato sembra una risposta coerente al mutato quadro dei fondamentali.
- Nel Q2-14 potrebbe prevalere un'allocazione opportunistica, basata sulla selezione dei fattori di rischio piuttosto che sull'ottimizzazione. Riteniamo pienamente incorporato nei prezzi e nelle aspettative lo scenario macro, e pertanto la ricerca di rendimento si baserà su temi di rischio coerenti e realizzabili con posizionamenti flessibili.
- Ci attendiamo in tale contesto andamenti mediamente piatti o più deboli delle grandi classi di attività correlate con uno scenario macro meno ottimistico (bassa volatilità sistematica), e più instabilità locale connessa alla prevalenza di posizioni tematiche tattiche, direzionali, di arbitraggio o relative value (alta volatilità idiosincronica). L'attività di allocazione sarà pertanto decisamente più complessa, le sostituzioni di portafoglio più frequenti.
- In un quadro di investimento blandamente sostenuto dai driver di fondo del valore, l'Equity DM continua a segnalare la prevalenza di valutazioni «fair». Nel passaggio a strategie selettive, suggeriamo un graduale incremento del peso degli USA, accompagnato da una rotazione settoriale verso gli industriali: il paese è più isolato dagli shock esterni e più avanti nel ciclo, che peraltro comincia a mostrare i sintomi di una sostanziale maturità. Con più attenzione, torniamo ad apprezzare EMU e UK, dove le sorprese macro sostengono i listini.
- Sia pure scontando un graduale irrigidimento della politica della FED, la curva USA (anche nel segmento 2-5Y) ha sperimentato un'attenuazione delle tensioni, anticipando tempi più lunghi per la normalizzazione. Non basta per incrementare il peso dei governativi «core»; anche gli spread periferici EMU hanno ormai margini molto limitati.
- Vediamo spazi di rialzo per USD contro EM e Commodity CCY, anche se meno accentuati, e per GBP contro tutte le major. L'EUR rimane sostenuto dai differenziali reali contro USD, deboli JPY e CNY (effetti di policy).
- Nuove opportunità per i Convertibles, specie negli USA ed in UK, grazie alle aspettative sui tassi e ad una migliore intonazione dell'Equity. Restano compressi gli spazi per i Corporate HY, ma l'incremento dei volumi di primario e l'assenza di emittenti del settore TECH aprono opportunità sugli indici (per circa 45 bp OAS spread).
- Sulle Commodity vediamo spazi selettivi sul Mais, sulla Soia, sul Palladio e sul Platino.
- Rischi nei mercati EM Corporate ed Equity; occasioni sui Sovrani EM (BRL e IDR in Lc; ZAR e HUF hedged USD).

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 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