

Giugno 2014



SCENARIO DI INVESTIMENTO



The Chief Strategist Overview

I mercati sembrano sospesi, come se attendessero un evento in grado di generare una più ampia ricomposizione delle posizioni, una bolla di volatilità. Non sono state ritenute novità decisive gli interventi recenti delle principali banche centrali, a dimostrazione che le aspettative sono tutte pienamente incorporate nelle scelte di investimento. I movimenti delle classi di attività sono limitati: temporanee sostituzioni di portafoglio, con effetti sui settori o sui credit spread; «momentum trades», che seguono il news-flow; habitat preferiti, laddove i fondamentali lo permettono (riguarda le commodity, alcuni segmenti di curva benchmark, i convertibles). Navigazione a vista quindi.

Occorre convincersi che un'inflazione in calo ovunque è un chiaro sintomo di debolezza strutturale del ciclo, di correzione dei livelli del potenziale in linea con i danni permanenti provocati dalla crisi; c'è quindi incertezza sulle dimensioni sostenibili dell'economia e sulla posizione relativa rispetto al ciclo delle singole aree, ragione che spinge le banche centrali più importanti a proseguire con politiche monetarie anestetizzanti in attesa di tempi migliori.

Le politiche monetarie da sole sono inefficaci («Japan lost decade» insegna); il sistema ha assunto una sorta di «deleverage mood», chi ha resistito fra le imprese diversifica le fonti di finanziamento, fa ricorso al capitale proprio, è prudente, è concentrato sul core business, alimenta la cassa (buy-back, pay-out, M&A se ci sono occasioni).

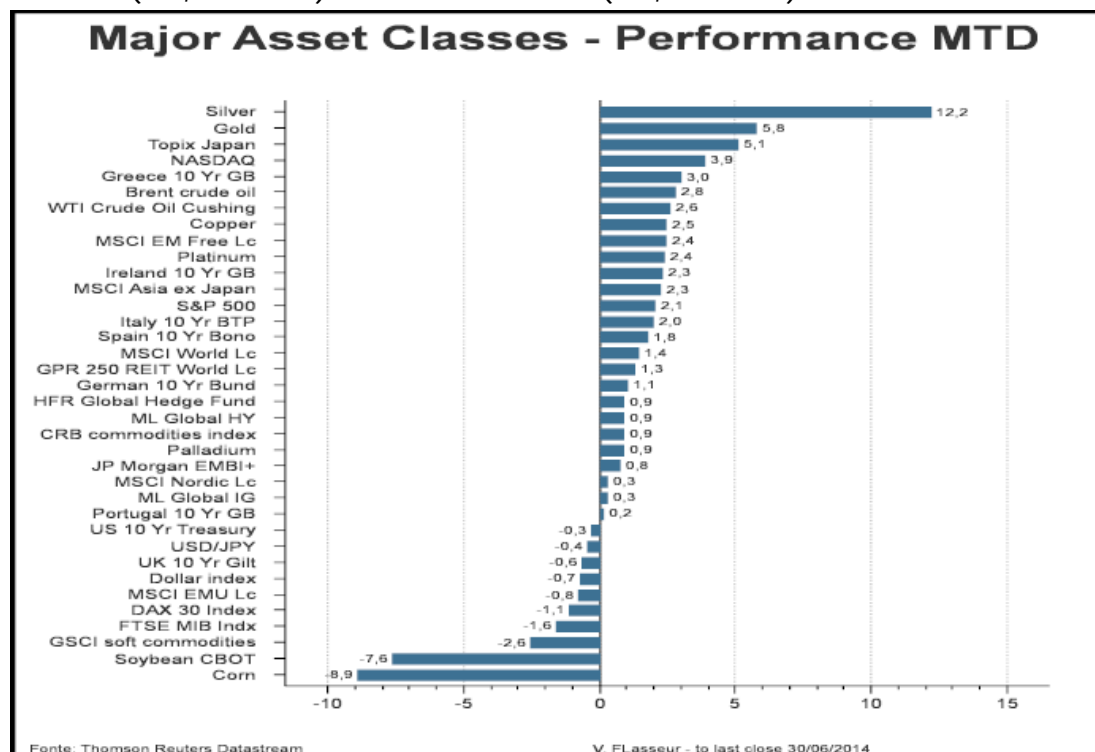
Per gli investitori rimangono in gioco solo tre fattori: a) la tenuta delle previsioni macro USA; b) l'esaurimento dell'aggiustamento negli EM; c) i rischi geopolitici nelle aree sensibili per l'energia.

Nel caso in cui i rischi geopolitici persistessero o si aggravassero, e che gli USA crescessero in media del +2,5% nei prossimi tre trimestri (+1,4% nell'intero 2014 contro il +1,8% atteso), il quadro di crescita degli utili dovrebbe essere rivisto al ribasso, il che condurrebbe ad un ribilanciamento dei portafogli teso a riportare ad UW il peso dell'Equity DM. La ricomposizione sarebbe infatti in tal caso coerente con valutazioni eccessive (elevati PE) e bassi premi al rischio correnti (i tassi benchmark hanno poco spazio per flettere), a fronte di migliori profili di investimento da cavalcare (rischi idiosincratichi «alfa coerenti» e rischi sistematici «beta non coerenti»), fra EM, Convertibles, HY.

Prevarrebbe la selezione di temi tattici locali, i portafogli istituzionali subirebbero una rotazione strutturale (verso rischi selettivi), e le probabili correzioni nei mercati Equity non sarebbero più occasionali, ma ampie e più diffuse.

Le performance dei mercati nel mese di giugno

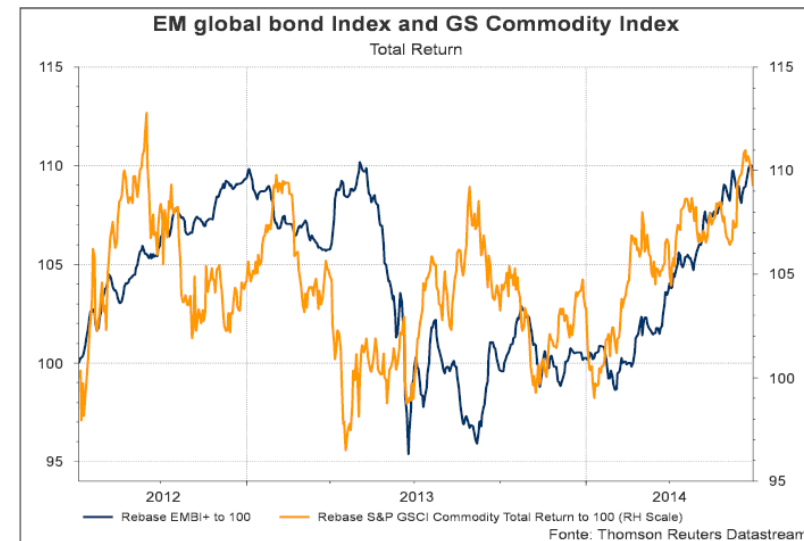
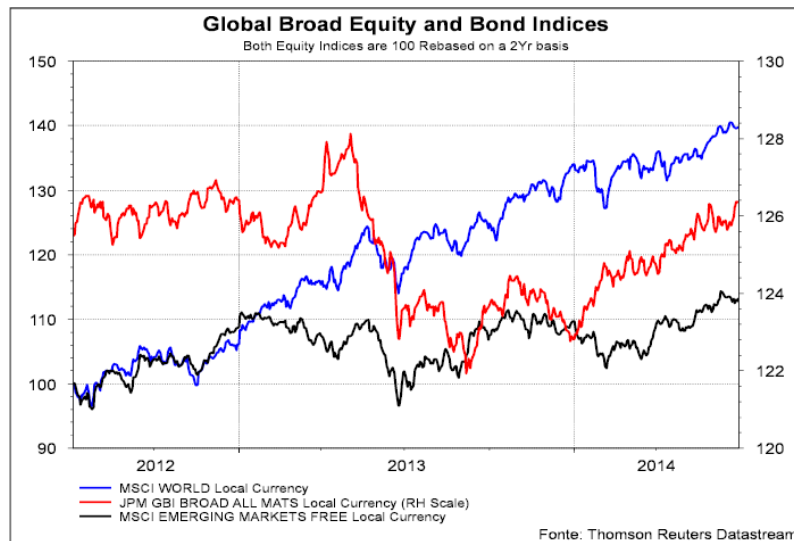
Il mese di giugno ha evidenziato una rotazione all'interno del comparto delle commodity, dove l'apprezzamento di Oro, Argento e Petrolio Brent è stato il riflesso dell'aggravarsi dei focolai di crisi geopolitica in aree di tradizionale approvvigionamento energetico (Iraq, Libia, Nigeria e Ucraina). Perdite significative hanno riguardato viceversa le agricole, Soia e Mais in particolare, grazie alla normalizzazione delle condizioni dell'offerta ed al ripristino di livelli di scorte superiori alla domanda attesa. Fra le attività finanziarie, l'Equity ha perso gradualmente trazione dopo i rialzi di fine maggio, ma Tokyo e New York hanno realizzato comunque buone performance, supportate da aspettative ottimistiche e politiche monetarie accomodanti. Più deboli i listini europei, e come atteso, il comparto dei Governativi. Nel Forex non si registrano movimenti apprezzabili; i segmenti dei Corporate HY (+0,9% MTD) e dei Convertibles (+1,9% MTD) hanno confermato il trend recente.



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 continua ad essere supportato da un ambiente economico e finanziario favorevole (crescita blanda e graduale, bassa volatilità macroeconomica e politiche monetarie accomodanti), che si riflette in andamenti di fondo dei mercati globali piuttosto omogenei. Fanno eccezione i comparti EM, che vedono una più frequente sostituzione fra Bond ed Equity, in un contesto che comunque è meno incerto di quanto evidenziato ad inizio anno: l'aggiustamento macro è quasi terminato e gli atteggiamenti delle banche centrali principali rimangono mediamente ultra-espansivi. Fanno eccezione anche le commodity, che risentono della debolezza del quadro macro, e nel breve termine possono a turno registrare rialzi occasionali, spesso dovuti alle necessità di bilanciamento dei portafogli istituzionali (ad esempio il Brent costituisce una copertura naturale del rischio geopolitico implicito nei portafogli Equity DM). Va infine sottolineato come l'indice JPMorgan GBI continui a puntare al rialzo, un chiaro sintomo di ridotti premi al rischio (macro, di inflazione e di default), ma anche un segnale di attenzione per le prospettive dell'Equity.

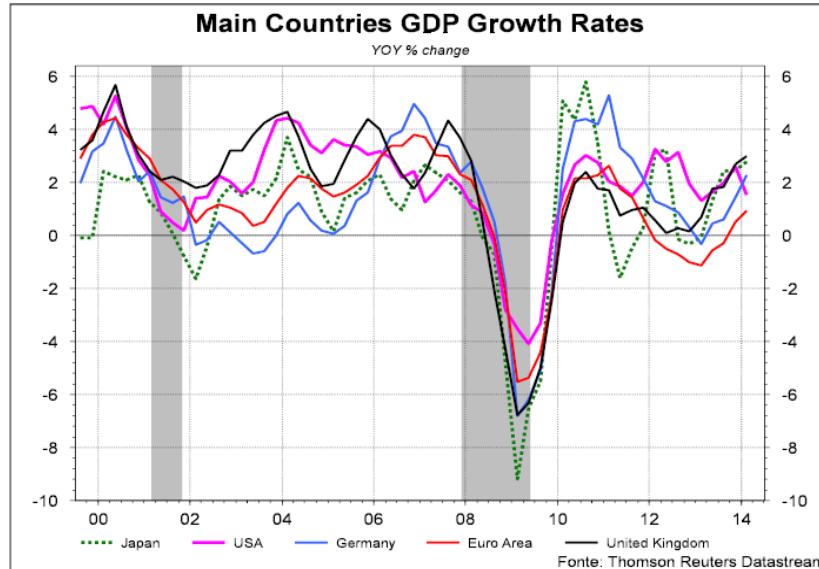


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

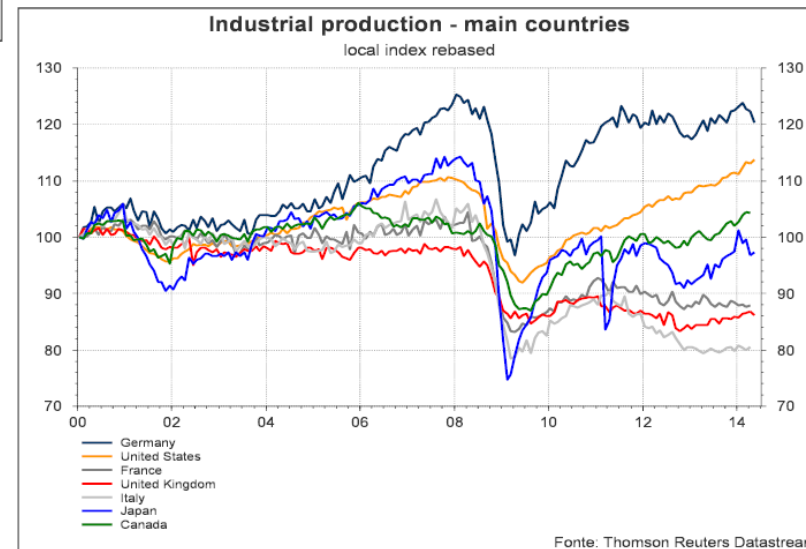
- L'economia globale continua ad espandersi ad un passo moderato, ma il ciclo non è in fase e si accumulano scompensi a causa delle diverse scelte di politica economica e monetaria operate dalle autorità nazionali. L'aggiustamento negli EM è nella fase finale, gli squilibri di parte corrente si stanno ricomponendo, mentre politiche monetarie attente ma non restrittive alimentano flussi di investimento e di portafoglio più stabili, limitando il rischio di shock asimmetrici.
- I dati recenti segnalano un ritmo di crescita molto più basso in USA, dove il GDP è infine diminuito del -2,9% QOQ Saar in Q1-2014. La forte accelerazione ciclica di UK e Giappone non riuscirà a compensare il pesante calo di ritmo degli USA, ragione che ci induce a rivedere ancora al ribasso le previsioni di crescita nel biennio 2014-2015: il World GDP 2014 è stato ridotto a +2,6% da +2,8%, mentre per il 2015 la stima è passata da +3,4% a +3,2%.
- La prudenza delle previsioni è condizionata anche dall'osservazione che il declino dello stock di capitale fisico (quantità e qualità) ha intaccato la struttura economica sottostante, indebolendola. Vi ha inciso, oltre l'effetto delle restrizioni di bilancio, anche la minore disponibilità di credito.
- Ci sono segnali negli indici anticipatori (OCSE) e nelle indagini PMI che il ciclo globale manifatturiero avrebbe toccato un massimo alla fine del 2013. Dato che non pare una semplice fluttuazione, l'instaurarsi di una tendenza può generare un atterraggio dell'output su traiettorie più blande e più vicine ai livelli del potenziale post-crisi. In tal caso è probabile che i tassi di crescita della domanda finale nel 2014-2015 risultino ancora lievemente sovrastimati.
- Ci sono segnali di miglioramento fra gli Emergenti, ma nel complesso essi restano mediamente sovraesposti al ciclo dei tassi USA e delle commodity. Gli squilibri di parte corrente sono in generale rientrati, ma restano bolle ed eccessi nei mercati delle attività, e ritmi dell'inflazione endogena che esigono un controllo attento del tasso di cambio e della domanda domestica.

Scenario macroeconomico globale



La produzione manifatturiera conferma la diminuzione di forza del trend macroeconomico. Soltanto gli Stati Uniti e il Canada hanno superato in modo stabile il picco pre-crisi, mentre la Germania mostra di recente crescenti segnali di indebolimento delle dinamiche industriali. Il resto dell'aggregato G-7 rimane molto al di sotto dei livelli di output registrati fino al 2007, in particolare Italia, Francia e UK, che segnano perdite rispettive del 25%, del 15%, del 12%.

La svolta del ciclo è in corso, ma il ritmo si è attenuato in numerose aree economiche. In Giappone al balzo degli investimenti in Q1-2014 fa seguito un rallentamento della domanda aggregata in Q2-2014, indebolita dall'export netto. 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 modesti sintomi di surriscaldamento in UK.



Scenario macroeconomico: le previsioni

Abbiamo aggiornato l'esercizio di previsione del GDP 2014-2015, alla luce delle ultime letture sul Q1-2014: ne risulta confermato uno scenario di ripresa consolidato, ma su ritmi più contenuti di quanto previsto in precedenza. Dati congiunturali ancora 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, sull'intensità e sull'ampiezza del recupero.

Gli ultimi dati hanno evidenziato una maggiore incertezza del quadro di crescita USA, ponendo dubbi sull'origine del rallentamento ciclico registrato nel Q1-2014: il GDP è diminuito del -2,9% (definitivo), azzerando il trascinamento sul 2014; siamo stati quindi costretti a rivedere pesantemente al ribasso la previsione per il 2014 (+1,8%). Tuttavia, 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. Non escludiamo ulteriori lievi revisioni.

Abbiamo rivisto al rialzo la crescita in Giappone, portandola a +1,2% da +1,1%, alla luce di un recupero di trazione degli investimenti privati in Q1-2014. Manteniamo previsioni migliori del consenso per UK per l'intero orizzonte, ritenendo lievemente surriscaldate le dinamiche strutturali e accomodanti le condizioni finanziarie complessive.

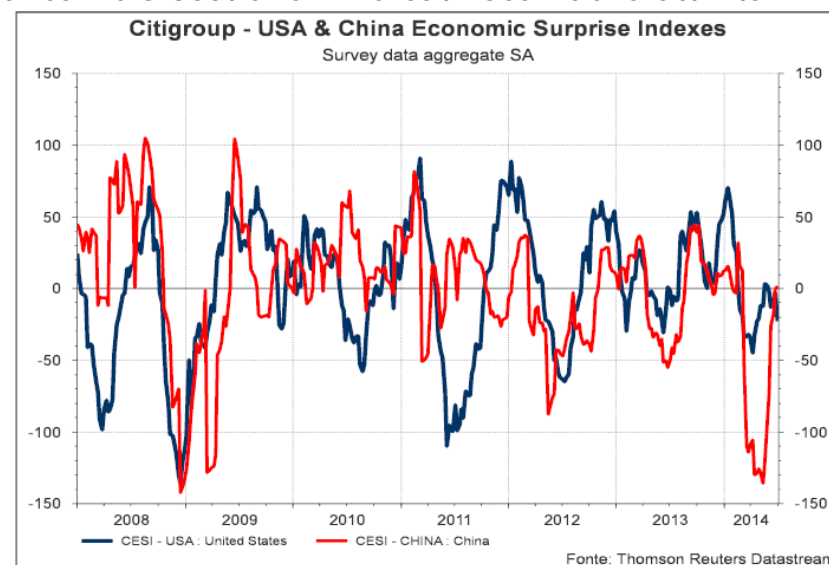
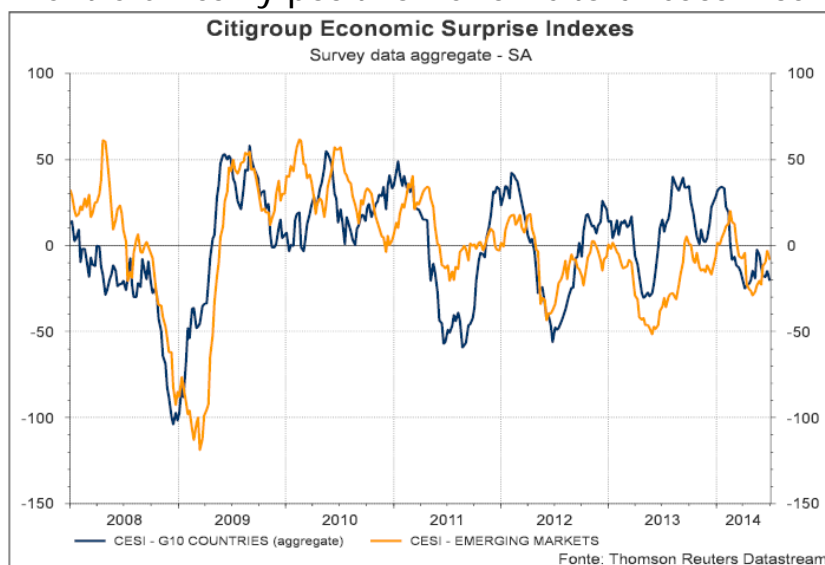
La previsione che l'Eurozona faccia segnare un recupero dell'1,1% è condizionata al mantenimento del profilo di forte accelerazione ciclica della Germania (+2,1% dal +0,5% finale del 2013), possibile solo se aumentano gli investimenti e l'export netto; la dinamica ciclica degli altri grandi paesi EMU dipende dal progresso dell'aggiustamento domestico, un fattore che rende più fragili le stime relative a crescita, occupazione e finanza pubblica (specie per Francia e Italia).

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%	0,00%	2,50%	3,10%	1,80%	2,90%
United Kingdom	1,70%	1,20%	2,90%	2,50%	3,00%	2,80%
Japan	1,50%	1,30%	1,30%	1,30%	1,20%	1,30%
Euro Area	-0,40%	0,30%	1,10%	1,40%	1,10%	1,40%
Germany	0,50%	0,90%	1,90%	2,00%	2,10%	2,20%
Italy	-1,80%	-0,10%	0,60%	1,10%	0,40%	1,00%
France	0,30%	0,10%	0,80%	1,30%	0,80%	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

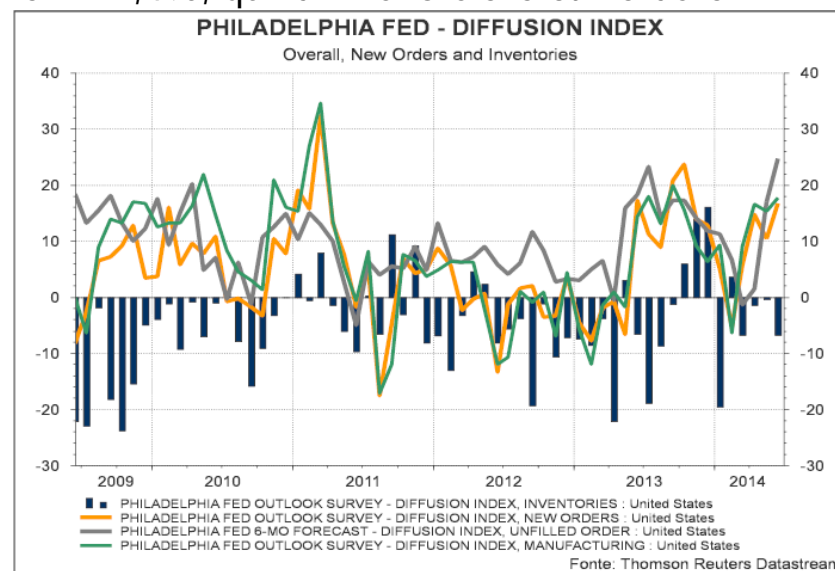
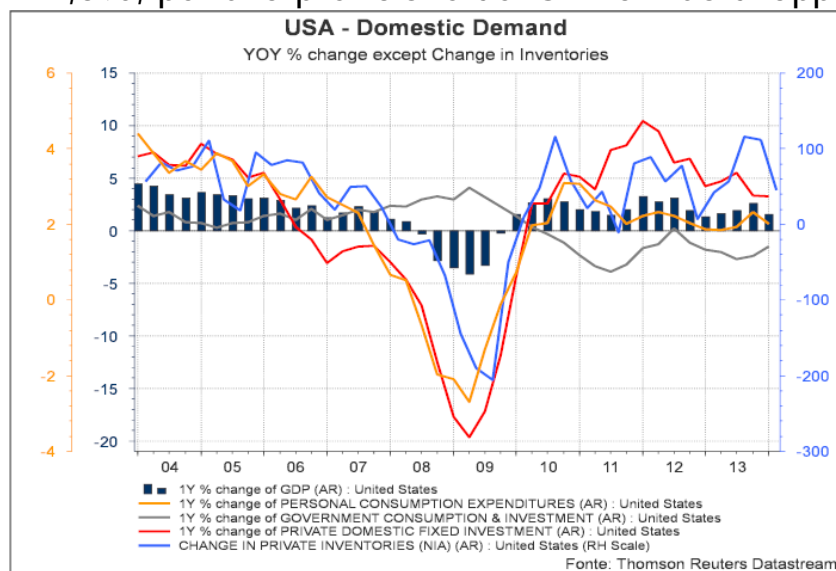
Gli indici di sorpresa economica nel complesso dei DM hanno evidenziato una sensibile attenuazione: la caduta del GDP americano nel Q1-14 era ampiamente prevista nel segno, anche se è risultata più accentuata nella dimensione. I dati rivenienti dall'Eurozona sono stati piuttosto frammentati, ma in generale il ritmo di espansione sembra essersi attenuato, confermando le prudenti stime del consenso. In UK la discesa dell'inflazione ad ogni livello della catena di formazione dei prezzi ha smorzato i sintomi di surriscaldamento dell'attività economica, facendo prevalere la prudente valutazione dello scenario rappresentata dalla Bank of England. Fra i paesi Emergenti rileviamo un rafforzamento dei segnali di ripresa, a cui di recente si è adeguata pure la Cina. Come già anticipato nel precedente rapporto, prevediamo una continuazione delle sorprese positive nei prossimi mesi per gli EM: il downside risk è minore con l'attenuazione del ritmo dell'aggiustamento macroeconomico; stop improvvisi ai flussi di capitale sono improbabili finché un rialzo dei tassi USA non sarà imminente, mentre un carry positivo nell'ambito di bassi rischi di cambio sostiene i mercati locali delle attività.



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

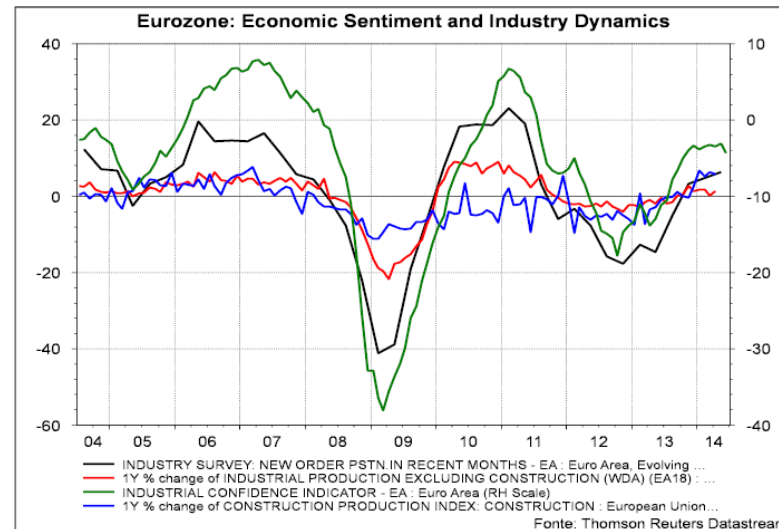
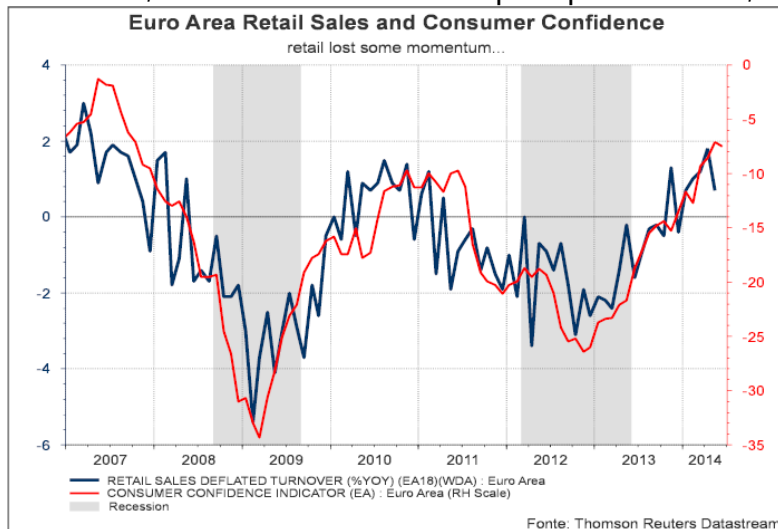
Lo stato dell'economia USA è in questa fase storica uno dei macro fattori più importanti per definire la tendenza del ciclo globale e dei mercati finanziari nel futuro prevedibile. L'osservazione dei dati continua ad evidenziare una divergenza fra le variabili di domanda finale aggregata (hard data deboli) e le variabili congiunturali (soft data più solidi, con l'eccezione del comparto immobiliare e costruzioni), il cui effetto congiunto è una continua flessione del potenziale (segnalata dal basso ritmo dell'inflazione di fondo) e una eccessiva volatilità nel mercato del lavoro. La FED ne ha preso atto nel suo ultimo FOMC, riducendo le previsioni del GDP a lungo termine (2,1%-2,3% il range). La nostra previsione sul GDP USA per il 2014 è stata ridotta +1,8% YOY dal +2,7% precedente, ma è soggetta ad una crescita media nei 3 trimestri fino a fine anno del +3,2%. Il dato del Q1-14 (-2,9% QOQ saar), azzerando il trascinarsi, può indurre un appiattimento del profilo di crescita trimestrale; il nostro modello econometrico ricollocherebbe in tal caso la media nei tre trimestri al +2,5%, per una previsione del GDP annuo di appena il +1,4%, quindi inferiore alla stima della FED.



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

Scenario macro: Eurozona

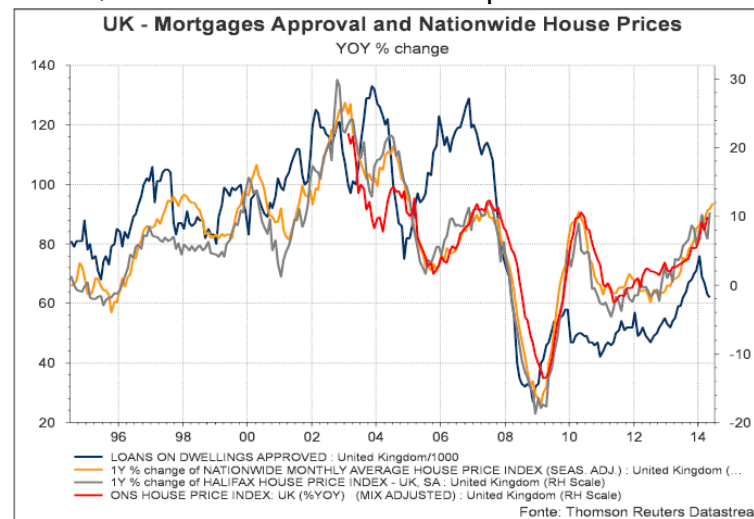
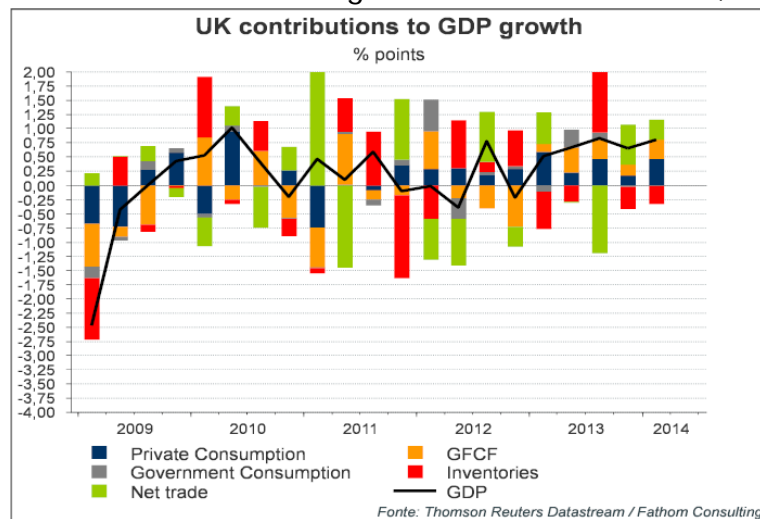
Nell'Eurozona si va diffondendo un cauto ottimismo nel settore privato, che tuttavia non sempre è supportato dai dati. Le nostre previsioni indicano una sostanziale tenuta della crescita nell'area dell'euro, ma su livelli inferiori al potenziale. La BCE conferma queste preoccupazioni, costringendo i previsori a rivedere al ribasso le stime. Un output gap negativo e la relativa ampia disponibilità dell'offerta nel mercato del lavoro (benché gli ultimi dati sulla disoccupazione e le anticipazioni PMI sul tasso di partecipazione al lavoro facciano segnare un graduale miglioramento) implicano che la pressione dei salari rimarrà contenuta. Conseguentemente l'inflazione di fondo persisterà su valori modesti, giustificando azioni espansive della banca centrale. I dati congiunturali, soprattutto gli indici di aspettativa – come accennato – in parte delineano un quadro più ottimistico: la fiducia degli imprenditori e delle famiglie continua a salire, anche se di recente il settore industriale ha maturato una maggiore cautela. Maggiore fiducia stenta a tradursi in un incremento stabile della spesa: le vendite al dettaglio fanno segnare una pesante caduta nei dati più recenti, mentre stentano gli investimenti privati. Delude la dinamica della produzione industriale in Francia, Germania e Italia. Penalizzato da un apprezzamento dell'euro di oltre il 10% dal 2012, l'export netto fornisce un minore contributo alla crescita del GDP, frenato anche dalle difficoltà di Cina, EM e USA. 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

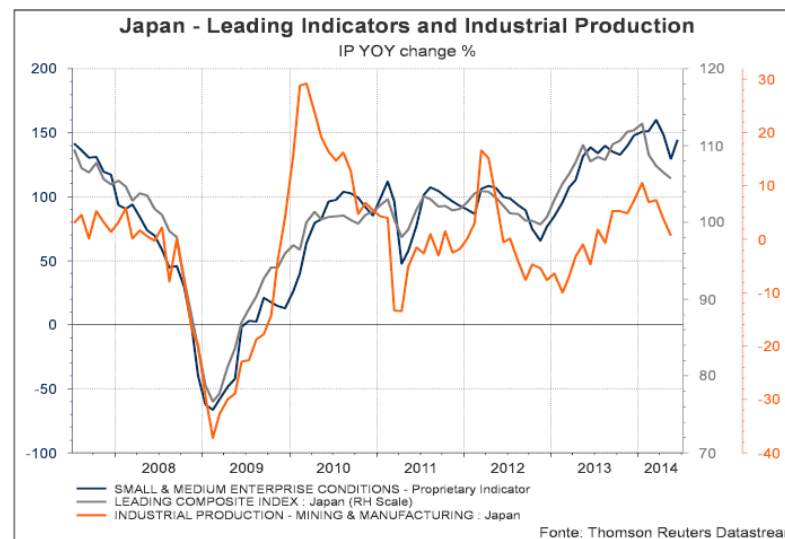
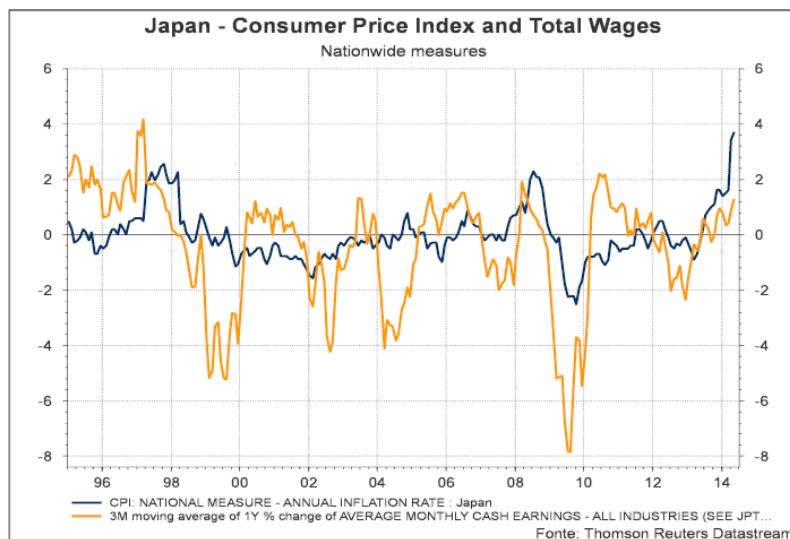
La sequenza dei dati in UK ha sorpreso al rialzo negli ultimi mesi, anche se continuiamo ad osservare che le determinanti fondamentali di un eventuale surriscaldamento dell'economia – un aumento dell'inflazione di fondo alimentato da attese di salari reali superiori ai livelli coerenti con l'incremento della produttività, e una crescita dei consumi privati superiore alla crescita dei salari stessi – non sono al momento emerse. Osserviamo che parte della caduta dell'inflazione sotto il target della BoE è dovuta a fattori occasionali, ma certo il rafforzamento della sterlina coniugato con la flessione dei prezzi delle materie prime è il principale volano della caduta dei prezzi. Crescita solida e inflazione in calo sono una miscela favorevole all'assunzione di rischi di coda, sotto forma di Credit ed Equity; tuttavia l'ampia disponibilità di risorse a basso costo si è piuttosto scaricata sul Real Estate, da cui deriva l'ipotesi di un irrigidimento monetario anticipato rispetto alle previsioni (il mercato sconta un rialzo di 25bp del tasso di policy entro fine 2014). La BoE ha tuttavia tagliato la speculazione sui tempi della stretta, disaccoppiando i problemi di stabilità finanziaria da quelli di politica monetaria, e ponendo in capo al Comitato per la Stabilità il compito di attenuare i rischi di bolla nel settore immobiliare-costruzioni: la riduzione del rapporto fra reddito e mutuo concedibile ad un privato va nel senso di un maggiore controllo della leva dei privati. Riteniamo che tale «guidance» possa consentire all'economia di continuare ad espandersi su un sentiero sostenibile, ed alla BoE di rimanere cautamente vigile sui rischi di deflazione, forza del cambio, indebitamento estero e capacità inutilizzata.



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

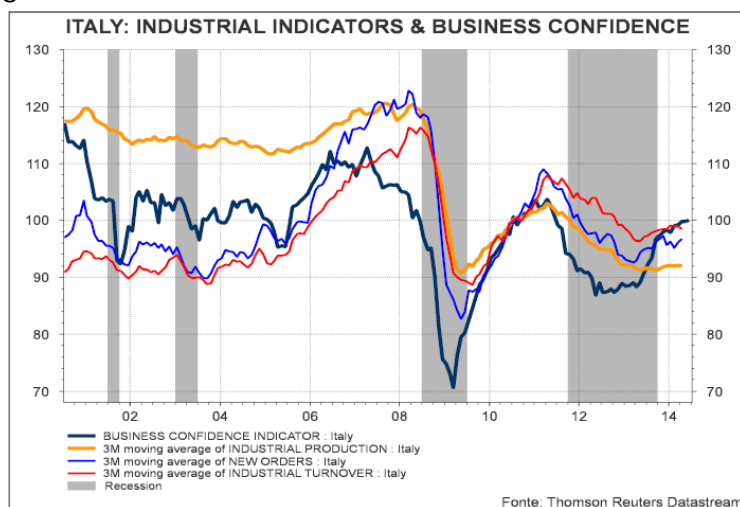
Nonostante la fiducia delle autorità monetarie e del governo, l'economia giapponese evidenzia diffuse incertezze, che costringono i previsori a rivedere continuamente le stime. Gli indicatori strutturali fanno emergere segnali di indebolimento a partire da aprile, ovvero dal rialzo della tassa sui consumi dal 5% all'8%. Non sono tuttavia solo i consumi a mostrare un calo che era atteso anche dalle autorità, ma anche gli investimenti privati, l'export netto e la produzione industriale si sono indeboliti. La flessione congiunturale è stata accompagnata da un peggioramento degli indicatori anticipatori, mentre i PMI e gli indici di fiducia continuano ad evidenziare un miglioramento del quadro macro in H2-14, più graduale in Q3-14 e in accelerazione in Q4-14. Sia l'inflazione che i salari (il cui recupero risente anche di componenti temporanee) danno al momento ragione al quadro di previsione della Bank of Japan, che 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 significativa in giugno, che riteniamo possa contribuire a limitare la flessione attesa del GDP in Q2-14 al -4,2% QOQ saar. Un'entrata meno penalizzante nel terzo quarto dell'anno potrà consentire un più rapido ed intenso recupero dell'attività economica, con una contestuale diminuzione delle tensioni sul cambio ed un incremento della redditività aziendale e dei prezzi azionari.



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.

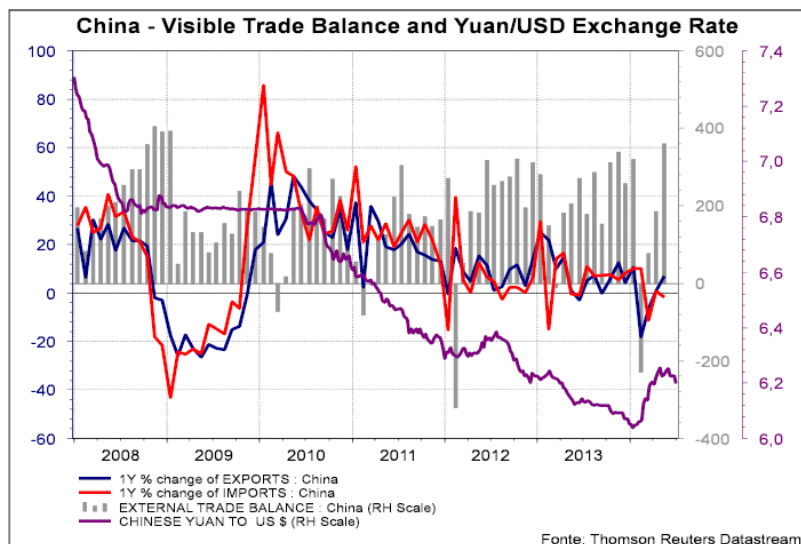
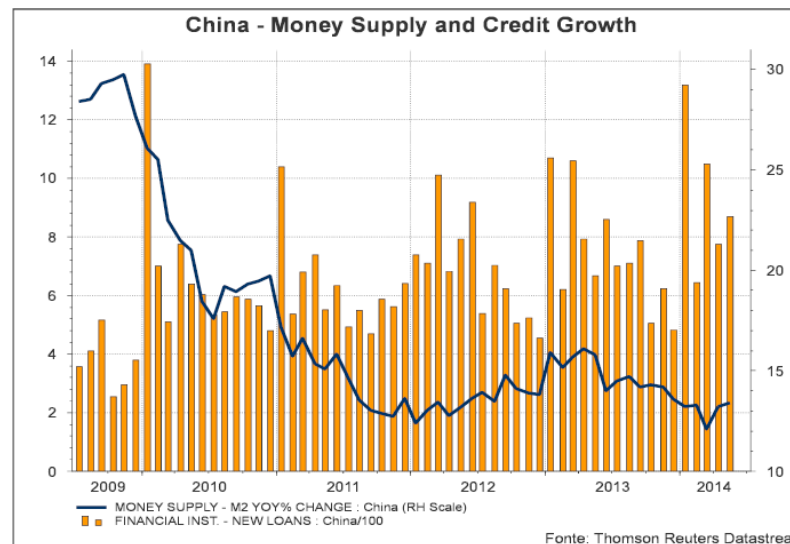
Scenario macro: Italia

Nel primo trimestre del 2014 il GDP ha registrato una flessione del -0,1% rispetto al Q4-13, e del -0,5% su base tendenziale. Il contributo della domanda interna è stato negativo (-0,3% QOQ ar), così come le scorte hanno sottratto -0,8% QOQ ar alla crescita del trimestre. La domanda estera netta, sostenuta da un tasso di crescita tendenziale dell'export del +3,3% (+1,3% l'import), ha fornito un contributo positivo e pari al +0,6% QOQ ar al GDP, confermando di essere l'unico volano naturale delle prospettive di consolidamento del paese, insieme a condizioni finanziarie che in generale si vanno facendo più favorevoli. I consumi delle famiglie sono rimasti deboli, benché qualche timido segnale di risveglio si sia notato per la domanda di beni durevoli. Gli investimenti in capitale fisico sono scesi del -1,3% rispetto ad un anno fa, ma giova segnalare il +0,5% QOQ per la componente macchinari e attrezzature, un primo segnale di distensione sul fronte delle scelte di lungo termine delle SMEs che interrompe dieci trimestri consecutivi di calo. La spesa pubblica è tornata a fornire un contributo positivo, registrando un incremento del +0,3% su base annua: vi hanno inciso in particolare i rimborsi dei debiti della P.A. Ad aprile 2014 lo stock di debito pubblico è aumentato di 77Mld/€ rispetto a dicembre, rafforzando le possibilità di una manovra correttiva da effettuarsi in ottobre. Sono apparsi di recente più riflessivi i dati relativi al comparto industriale, con la produzione di nuovo in flessione a maggio, insieme al fatturato. E preoccupa l'inflazione, dove al calo delle componenti di input esterno e di output corrisponde un incremento dei salari contrattuali. Secondo nostre stime aggiornate, le recenti evidenze sono coerenti con un calo del GDP in Q2-14 del -0,4% QOQ (-0,5% YOY).



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

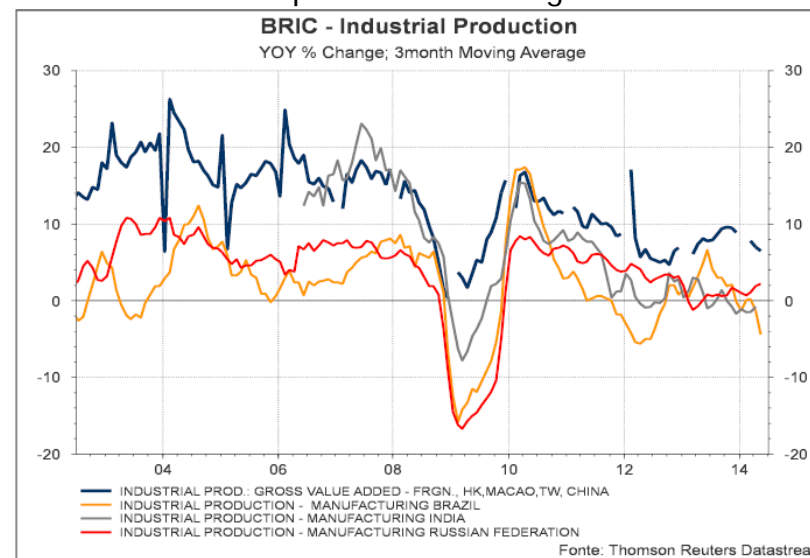
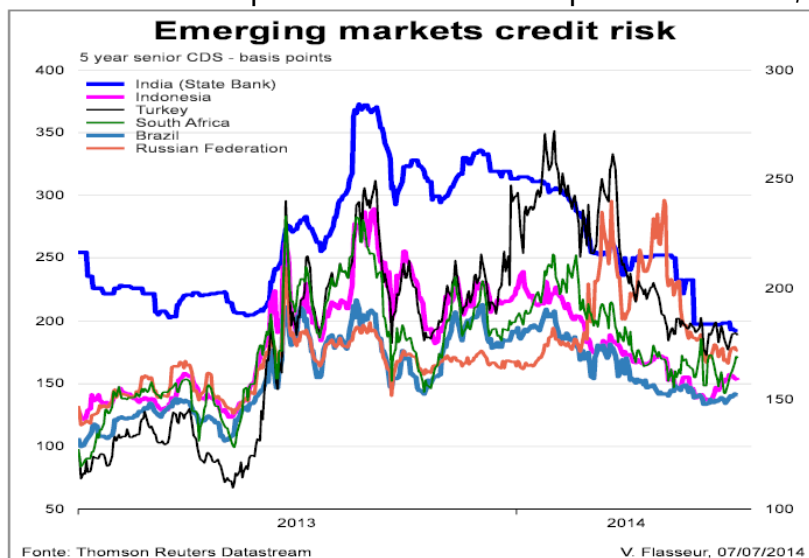


In Cina i dati più recenti hanno sorpreso al rialzo, in particolare l'indice PMI manifatturiero (50,8 a giugno) che si è riportato oltre la soglia che delimita l'espansione. La svalutazione dello Yuan ha generato un netto miglioramento della bilancia commerciale, allentando le pressioni sulla PBOC, che peraltro è impegnata a contenere la crescita del credito al settore privato entro il +13% YOY. La lieve ripresa è destinata a continuare nei mesi estivi. Rivediamo quindi le previsioni di crescita H1-14 al 6,2%-6,5% QOQ Saar, mentre riteniamo probabile una stabilizzazione del cambio.

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

Scenario macro: Emerging Countries

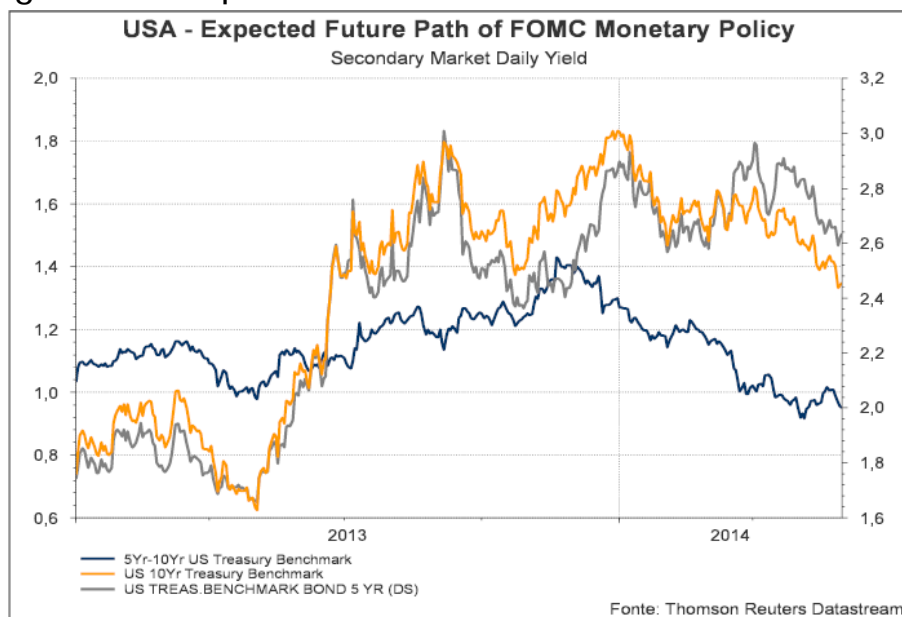
Le tensioni che avevano attraversato gli EM nella prima parte dell'anno sono in gran parte rientrate, anche se la moltiplicazione di focolai locali di crisi nei teatri sensibili per l'approvvigionamento di energia costituisce un fattore di rischio geopolitico che rende instabili le dinamiche delle attività EM. Nonostante questo, l'aggiustamento macro avviato a metà del 2013 è in fase di esaurimento, e molti paesi, a cominciare dalla Cina, mostrano più diffusi segnali di consolidamento. L'assorbimento degli squilibri esterni in un contesto macroeconomico più riflessivo nel complesso dei paesi sviluppati, impedisce per il momento una ripresa dei settori manifatturieri locali, come si può evincere osservando gli indici di produzione nei BRIC; questo suggerisce che i tentativi di stabilizzazione avvengono in gran parte per linee esterne e nei settori domestici sovvenzionati, e ciò rende più lento il recupero del potenziale. Tuttavia, l'attuale fase ascendente dell'economia globale è stata sostenuta dal complesso degli emergenti, in particolare la Cina, il Brasile e l'India. Questi paesi hanno quindi sperimentato i crescenti vincoli di capacità produttiva che si manifestano nelle fasi finali del ciclo, ed hanno quindi cominciato a irrigidire le politiche per evitare un precoce surriscaldamento delle economie domestiche. La conseguente flessione del credito e del ritmo di sviluppo ha depresso le prospettive di investimento in molti EM, ma era un'azione necessaria per evitare una caduta dei prezzi delle attività da più elevati livelli, questo sì che avrebbe prodotto un contagio sistemico.



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

Le Politiche Monetarie

Le politiche monetarie sono tornate in primo piano in maggio, dopo che la BCE ha anticipato azioni ultra-espansive di politica monetaria che sono state varate ad inizio giugno. I rischi di inflazione bassa per un periodo di tempo prolungato non erano evidentemente più tollerabili, specie quando il tasso di cambio dell'Euro contribuisce ad importare deflazione. Gli obiettivi del mix di manovre ortodosse e non convenzionali sono molteplici: indurre aspettative di ripresa dell'inflazione, contrarre i tassi di interesse reali, indebolire l'Euro, riattivare il canale creditizio di trasmissione degli impulsi di policy, rendere più omogenei i premi di rischio sui tassi benchmark e sugli spread applicati al settore privato non finanziario. Ma anche i rischi sono numerosi: in particolare, è possibile un incremento dell'instabilità prospettica del front-end delle curve sovrane, connesso alla divaricazione delle politiche monetarie di BCE (espansiva) da un lato, e FED e BoE (rigorosa) dall'altro. Con più gradualità è prevedibile anche un incremento della volatilità dei tassi di cambio, ma non di EURUSD.



Il problema più generale delle politiche monetarie 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.

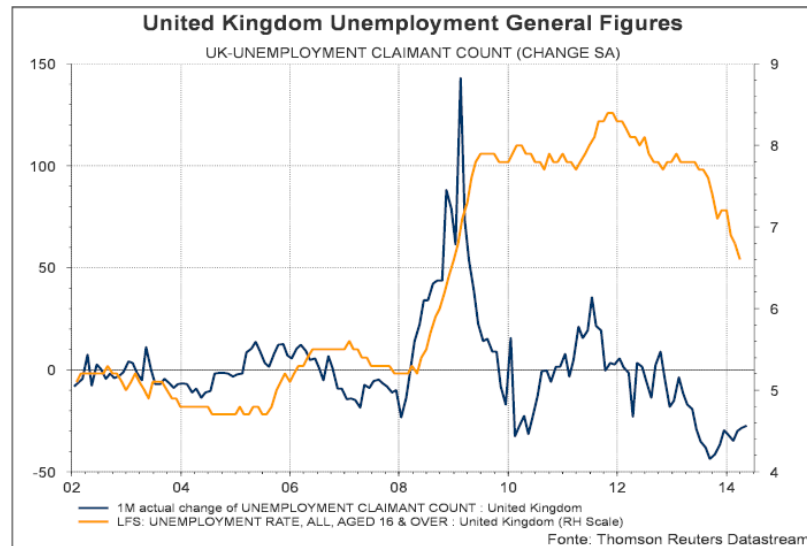
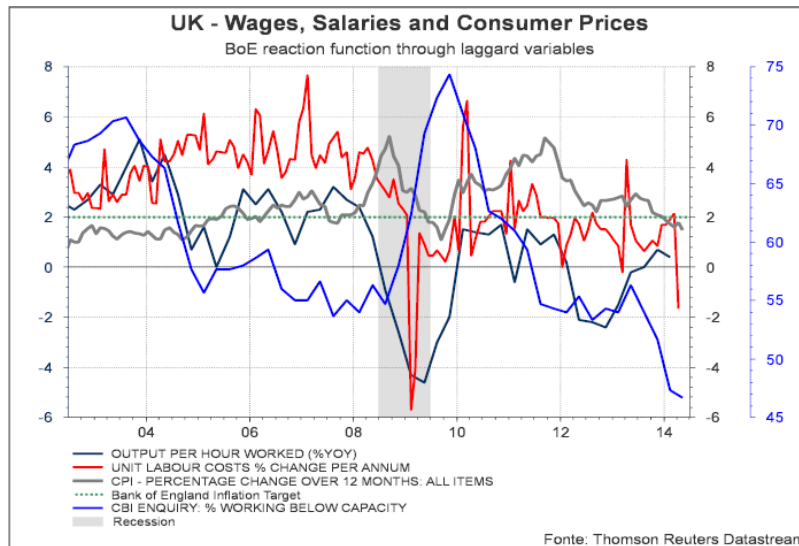
Federal Reserve ed FOMC

L'ultima riunione del FOMC ha avuto un esito più prudente del previsto, ed il mercato ha in generale risposto positivamente al segnale della Federal Reserve. L'evoluzione dello scenario macroeconomico americano continua a rimanere sotto osservazione, tanto che la banca centrale ha pubblicato proiezioni delle tendenze di GDP, disoccupazione e inflazione che sono state riviste al ribasso, sia nei livelli di lungo periodo che in quelli attesi nel biennio 2014-2015. Il Presidente J. Yellen ha giustificato la pesante revisione del tasso di crescita del GDP 2014 (2,1%-2,3%) con l'eccessiva debolezza registrata nel Q1-2014, che tuttavia ha fatto risalire solo in parte alle avverse condizioni meteo (cosa della quale anche noi siamo convinti). Rimane eccessiva la dipendenza dal ciclo delle scorte, debole l'andamento degli investimenti privati e insoddisfacente il contributo dell'export netto nonostante la debolezza del USD. Non sorprende quindi che da un lato la politica monetaria rimanga espansiva (gli acquisti QE proseguono, anche se a ritmi più modesti), dall'altro l'avvio della normalizzazione e il primo rialzo dei tassi siano essi stessi soggetti a possibili revisioni del timing (resta eccessiva la capacità nel mercato del lavoro), contenendo le tensioni sui tassi USA.

Economic Projections of Federal Reserve Board Members and Federal Reserve Bank Presidents, June 2014								
Variable	Central tendency %				Range %			
	2014	2015	2016	Longer run	2014	2015	2016	Longer run
Change in real GDP.....	2.1 to 2.3	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	2.1 to 2.3	1.9 to 2.4	2.2 to 3.6	2.2 to 3.2	1.8 to 2.5
March projection.....	2.8 to 3.0	3.0 to 3.2	2.5 to 3.0	2.2 to 2.3	2.1 to 3.0	2.2 to 3.5	2.2 to 3.4	1.8 to 2.4
Unemployment rate.....	6.0 to 6.1	5.4 to 5.7	5.1 to 5.5	5.2 to 5.5	5.8 to 6.2	5.2 to 5.9	5.0 to 5.6	5.0 to 6.0
March projection.....	6.1 to 6.3	5.6 to 5.9	5.2 to 5.6	5.2 to 5.6	6.0 to 6.5	5.4 to 5.9	5.1 to 5.8	5.2 to 6.0
PCE inflation.....	1.5 to 1.7	1.5 to 2.0	1.6 to 2.0	2.0	1.4 to 2.0	1.4 to 2.4	1.5 to 2.0	2.0
March projection.....	1.5 to 1.6	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0	1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	2.0
Core PCE inflation.....	1.5 to 1.6	1.6 to 2.0	1.7 to 2.0	---	1.4 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	---
March projection.....	1.4 to 1.6	1.7 to 2.0	1.8 to 2.0	---	1.3 to 1.8	1.5 to 2.4	1.6 to 2.0	---

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.

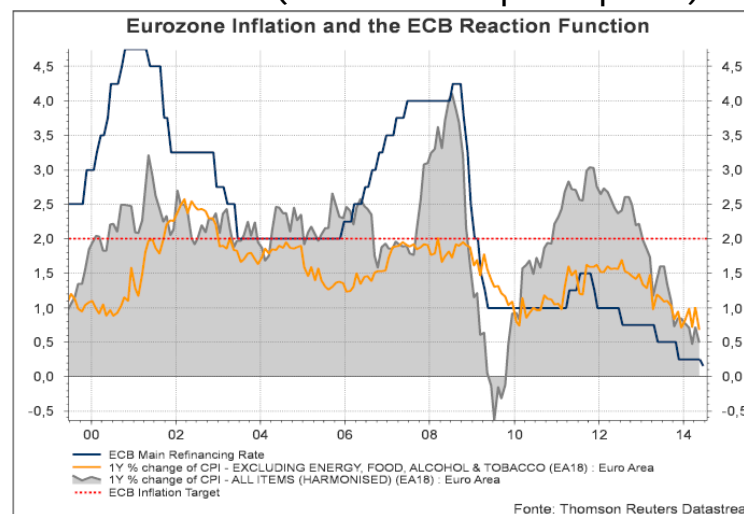
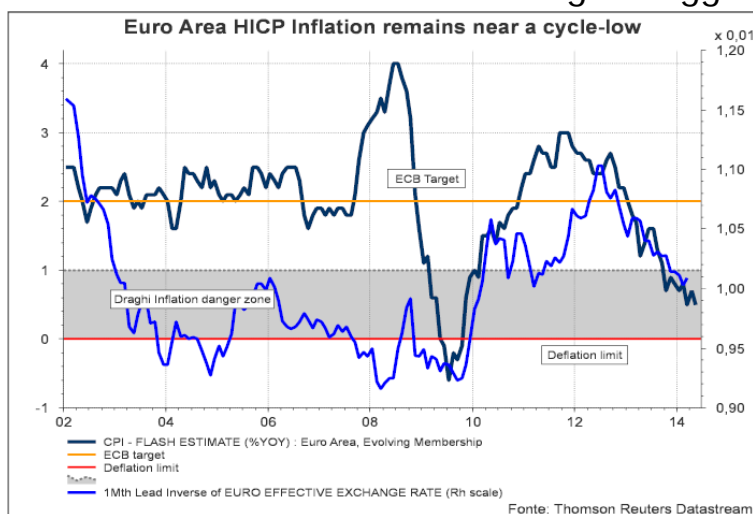
L'Inflation Report pubblicato dalla BoE a metà maggio ha reiterato un messaggio rassicurante per gli operatori: sia pure osservando una graduale flessione della capacità produttiva inutilizzata, essa è ancora intorno al 1,0%-1,5% del GDP, ed occorrerà attendere prima di considerare un rialzo dei tassi. Successivamente una serie di dati hanno segnalato la possibilità che il gap si chiuda prima del previsto, in particolare la crescita del GDP (+4,0% QOQ saar in Q1-2014) e la disoccupazione che continua a scendere, benché l'effetto sui salari sia mitigato dai bassi livelli contrattuali e da una modesta ripresa della produttività. Il governatore Carney ha cominciato a lanciare messaggi più ambigui sul primo rialzo dei tassi, suggerendo un anticipo rispetto alle aspettative, ma l'affermazione che alla prima manovra non seguirebbe una modifica della «stance», che non è compito della BOE contrastare bolle nei mercati delle attività, e che il costo del lavoro (crollato in maggio) mostra la persistenza di «economic slack» ha contribuito a mantenere invariate le aspettative. La successiva modesta flessione di GBP è un buon indice anticipatore in tal senso.



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

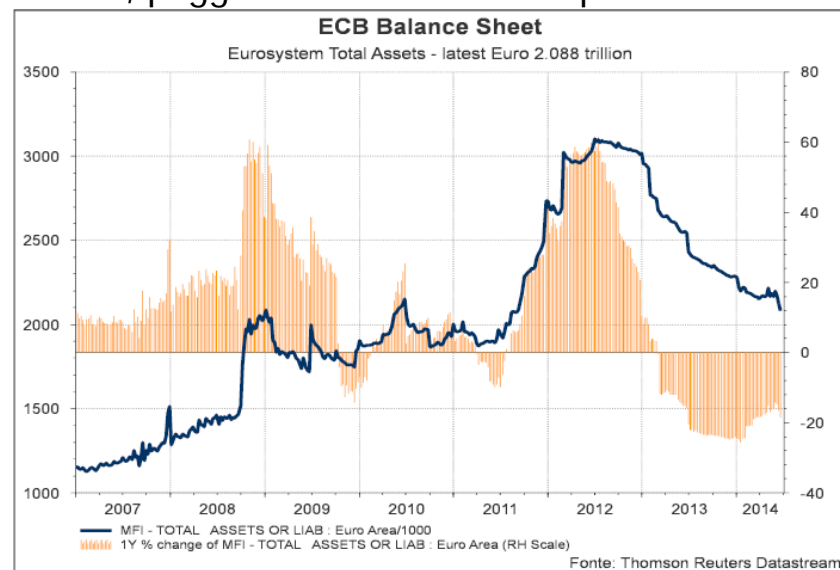
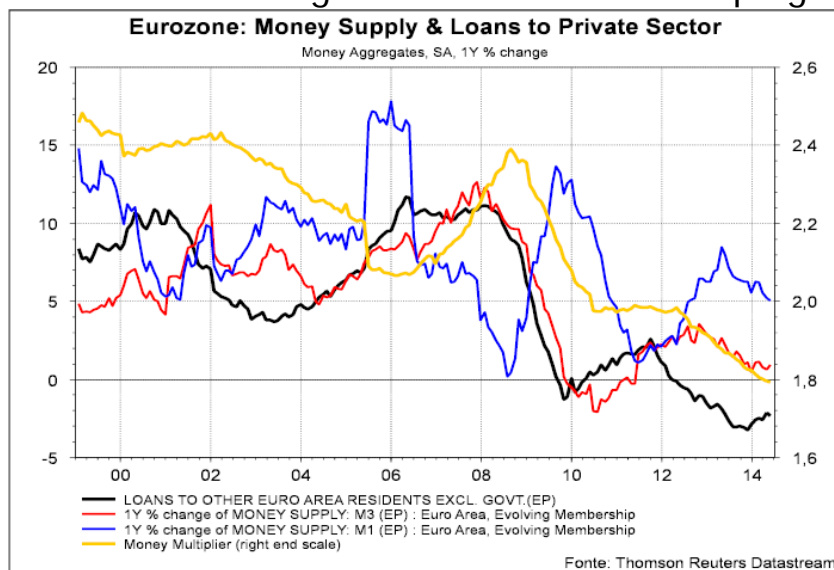
Le decisioni della BCE di inizio giugno hanno in gran parte rispettato le previsioni; gli intenti sono evidenti, in primo luogo quello di condurre ad una svalutazione dell'Euro, riducendo per tale strada le pressioni deflazionistiche esterne e rilanciando la domanda di esportazioni. Vi sono dedicate le decisioni relative al tasso negativo sul deposito marginale (-0,10%), la sostanziale riduzione del corridoio e la liberazione dei depositi a tempo (mancata sterilizzazione del SMP). I 168 Mld circa che costituiscono questo aggregato, tra l'altro, non saranno finalizzati, e potrebbero contribuire a ridurre ancora gli spread periferici, al costo tuttavia di un'iniziale mancato indebolimento dell'Euro. Abbiamo numerosi dubbi sull'efficacia delle TLTRO, perché riteniamo complicato sia il meccanismo tecnico (le banche dovrebbero finalizzare la provvista in BCE con dei plafond o emettendo massicciamente covered bonds), ed ancora più difficile identificare ex-ante la domanda finale, che potrebbe non esserci nella misura attesa: con un'economia debole le imprese non sono inclini ad indebitarsi, e d'altra parte il «deleverage» ha prodotto una modifica strutturale degli atteggiamenti verso il credito (meno leva e più capitale).



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 annunciate dalla BCE, in particolare la mancata sterilizzazione del SMP e le TLTRO, hanno lo scopo di rilanciare il credito al settore privato non finanziario, in particolare le imprese. Tuttavia, crediamo che l'impatto degli interventi sull'economia reale possa risultare inferiore alle aspettative, perché la dimensione iniziale delle TLTRO (400mld€) pare inadeguata a supportare il credito nell'Eurozona nel suo complesso, quando soltanto in Italia il «funding gap» è misurato dalla Banca d'Italia in circa 200mld€. Recenti indagini della BCE mostrano come le PMI in Europa siano restie ad avviare una domanda di credito, anche perché le risposte del sono troppo lente; riteniamo quindi che la BCE dovrà dar corso agli annunci di avvio di un programma QE, poggiato su un mercato liquido di ABS.



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

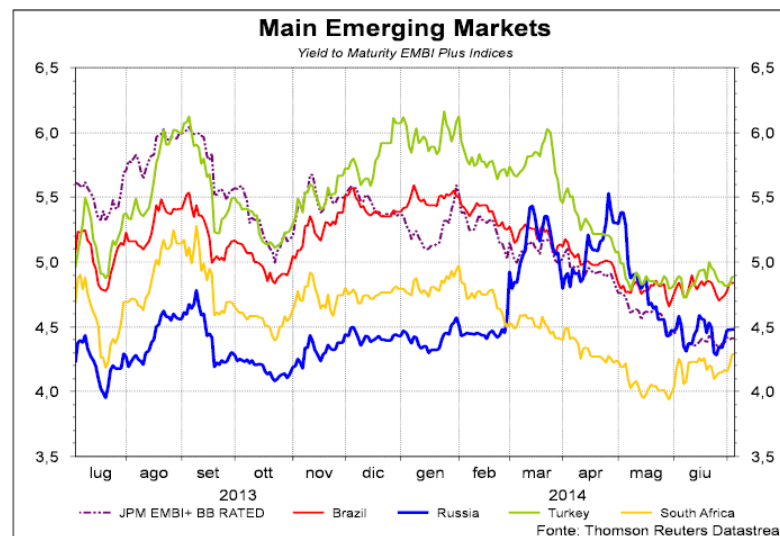
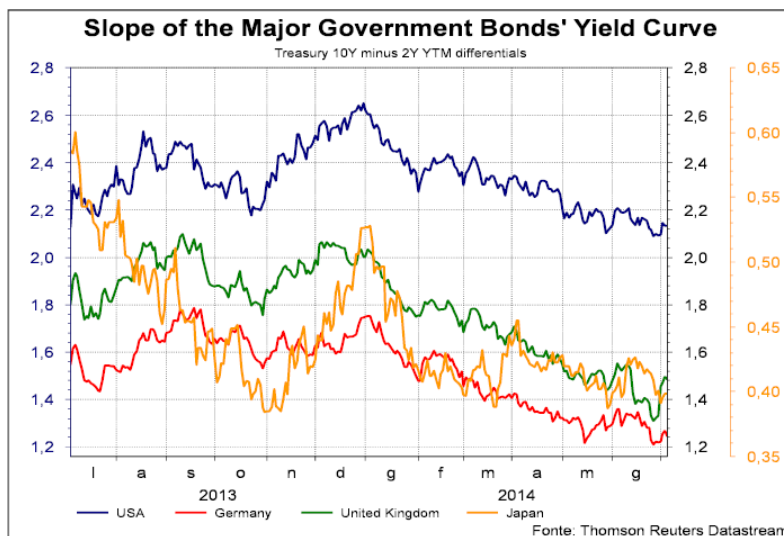
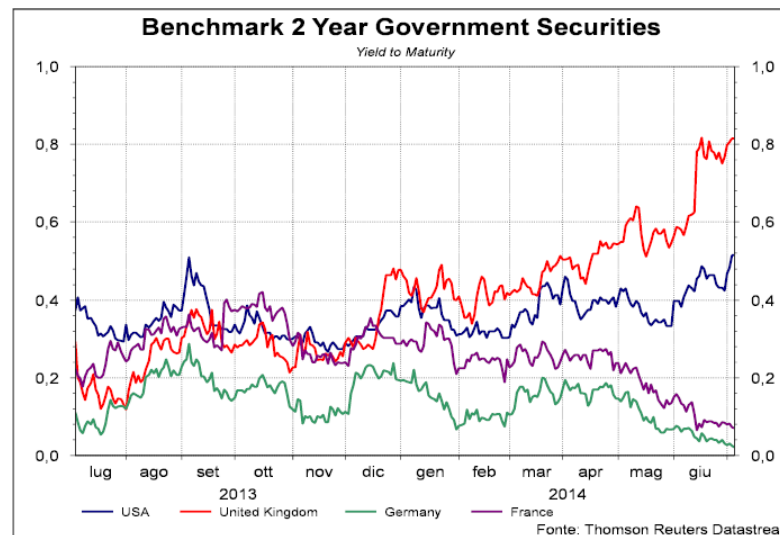
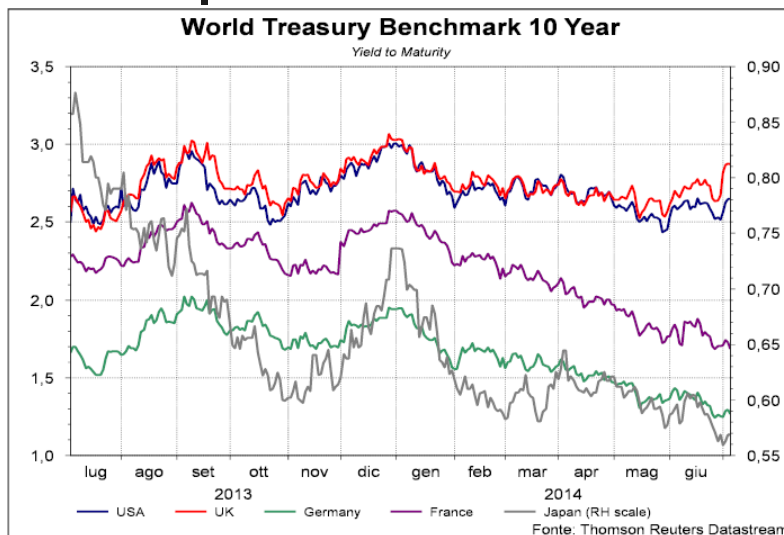
La BCE ha rinforzato la «forward guidance» durante il mese di giugno, corroborandola con l'attesa manovra di espansione e riduzione dei tassi di interesse: come previsto, il punto di ancoraggio è sceso a zero, ma ciò ha avvantaggiato soprattutto i governativi «core», facendo esaurire il gioco degli spread sovrani. La manovra della BCE protegge 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).

In USA l'ultimo meeting del FOMC potrebbe avere effetti distensivi sulla dinamica attesa per l'estate, rinforzando il nostro scenario centrale di un lento aggiustamento al rialzo dei tassi dalla fine del Q3-14, nell'ambito dei recenti «range-bound» e di volatilità molto contenuta.

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. Un rafforzamento continuato della sterlina è conseguenza naturale dell'evoluzione macro britannica, fattore che a sua volta è atteso alimentare gli acquisti sui Gilt 10-30Y.

Da ultimo, continuiamo ad osservare l'incremento di posizioni sugli emittenti sovrani EM, specie in valuta locale: se ne sono avvantaggiati la Turchia, il Brasile, il Messico, il Sud Africa, la Polonia. Benché non lo si possa ritenere indice di una tendenza alla rotazione strutturale, è comunque un sintomo della ricerca di rendimento ed un potenziale fattore di rischio.

Fixed Income Markets



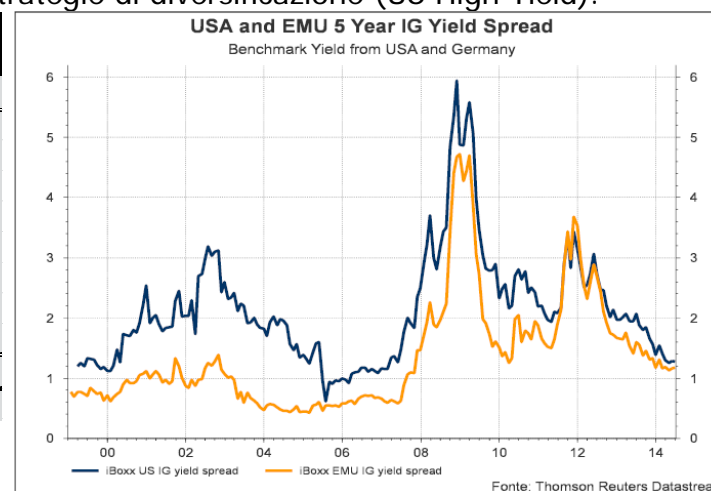
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

US PRIMARY CREDIT MARKET						
Issuer Type	Nr	2014 YTD	Nr	2013 YTD	Nr	2013 Final
Industrial	116	186.613	129	171.738	237	346.528
Financial	140	168.253	116	122.104	247	239.749
Utilities	57	22.430	45	19.410	94	44.793
Yankee Bonds	177	242.502	134	191.955	257	351.244
Sovereign	30	45.350	28	37.350	49	72.600
Emerging Markets	24	13.465	39	17.220	59	28.395
High Yield	279	161.966	326	170.209	575	306.719
Agencies	57	93.700	84	122.882	138	181.958
Total	880	934.279	901	852.868	1656	1.571.986

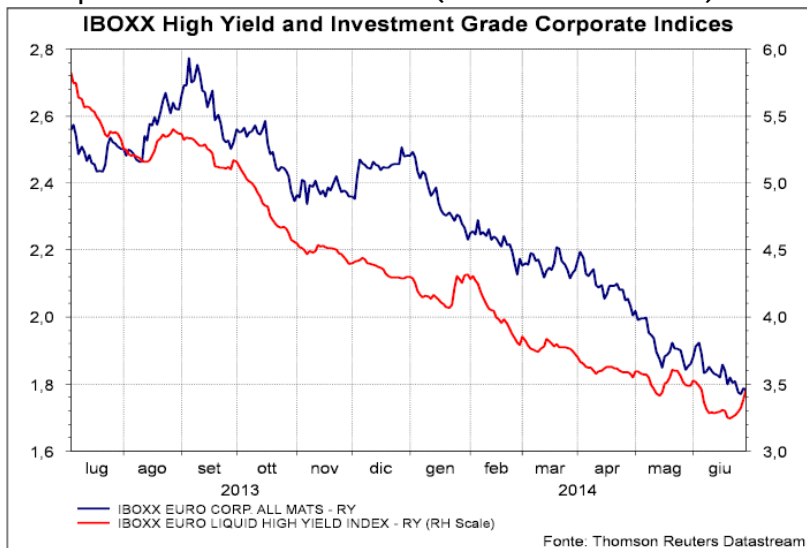
Source: IFR Thomson Reuters, Total deal/Total Volume (\$ 1,00=\$ 1BN) weeks ending July 02/14



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

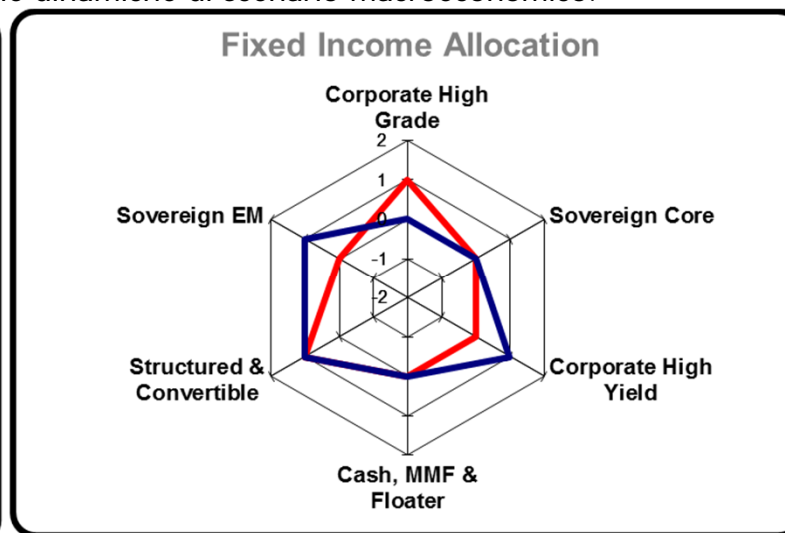
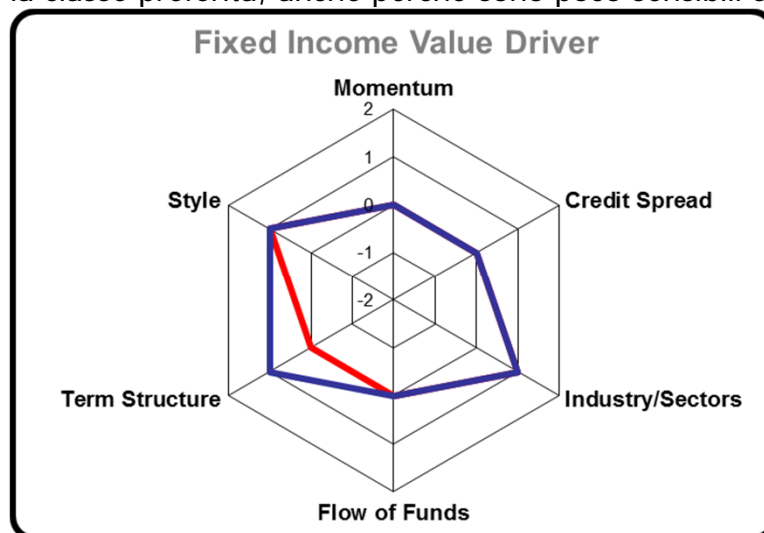
Nel mese di giugno si sono registrate temporanee tensioni sugli spread creditizi, in gran parte connessi ai ribilanciamenti di portafoglio conseguenti alle manovre delle banche centrali, in primis la BCE. Ne hanno risentito in particolare i Corporate HY, anche se sull'incremento dei tassi hanno influito fattori tecnici transitori. In particolare, il segmento ha continuato ad emettere benchmark sul mercato primario, specie dopo che sia la BCE che la FED avevano giustificato un calo ed una stabilità del front-end delle curve sovrane: le emissioni vengono in genere acquistate dagli istituzionali, che tuttavia hanno vincoli per la concentrazione del rischio sui rating di grado speculativo, e hanno con ciò dovuto cedere carta preesistente sul secondario facendo ampliare gli spread. La resilienza dei corporate spread si è tuttavia ancora una volta dimostrata maggiore degli altri segmenti di investimento, dal momento che un ambiente caratterizzato da politiche monetarie ultra-accomodanti e da impegni a lungo termine sul livello dei tassi di policy favorisce la continuazione della ricerca di rendimento, supportata anche da livelli di volatilità storicamente molto contenuti. Un aggiustamento della politica monetaria USA lento rende scenari di instabilità dei tassi poco probabili, spingendo al ribasso i premi a termine. Non ci sono pertanto alternative concrete al Credit, perché i rendimenti sono attraenti rispetto al trascurabile incremento del rischio di default (a parità delle altre condizioni), ed il carry è aumentato dopo la manovra della BCE (favoriti i Financials).



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 giugno si è esaurito il gioco degli spread sovrani nell'Eurozona, mentre come era previsto, all'annuncio della manovra di espansione e di taglio dei tassi della BCE ha fatto seguito un accentuato ribasso dei rendimenti dei governativi tedeschi. Non escludiamo che possa riprendere una flessione più generalizzata della struttura a termine dei rendimenti sovrani EMU, ma riteniamo che nel breve i mercati possano essere condizionati dal livello assoluto dei tassi periferici, troppo basso rispetto al premio incassato per i rischi idiosincratici (il rischio sistemico è stato al momento eliminato dalla posizione assunta dalla BCE). Vediamo spazi di arbitraggio sulla curva UK, dove privilegiamo una posizione «short» nel segmento 1-3Y, ed una posizione «bull flattening» nel segmento 10-30Y, per via di aspettative di inflazione di lungo periodo in netta diminuzione. Continuiamo a preferire il Credit rispetto al Sovereign, sostenuto da un carry migliore, dalla stabilità del front-end delle curve sovrane, dalla sostanziale assenza di re-leverage. I settori ad elevato beta, in particolare IG financial, saranno direttamente supportati dall'azione della BCE, dal procedere dell'Unione Bancaria e dal completamento dell'AQR (ci attendiamo un migliore profilo del capitale proprio), mentre fra gli HY preferiamo gli emittenti USA, maggiormente diversificati e con rating «upside». I Convertibles rimangono la classe preferita, anche perché sono poco sensibili alle dinamiche di scenario macroeconomico.



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

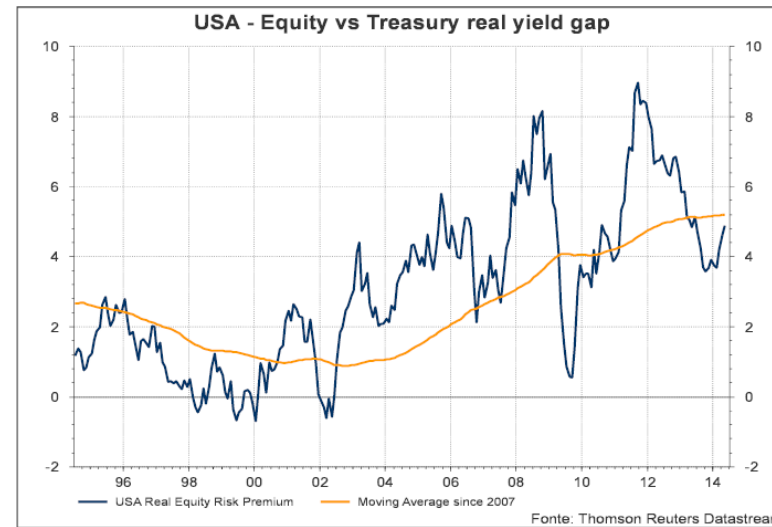
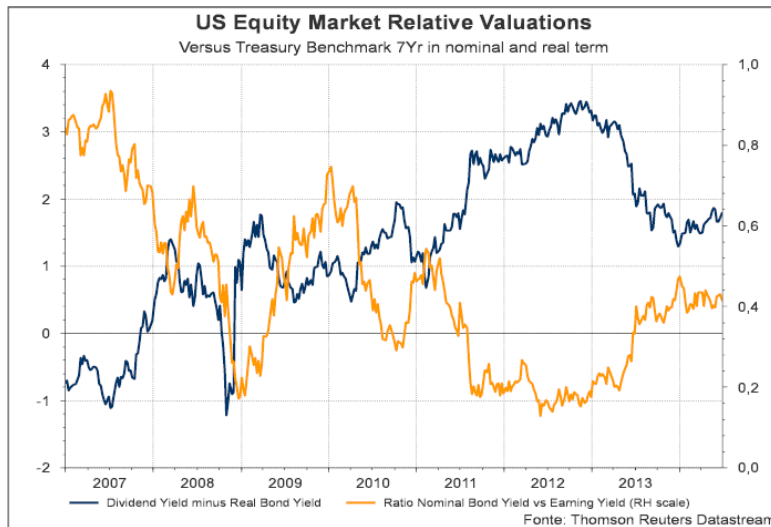
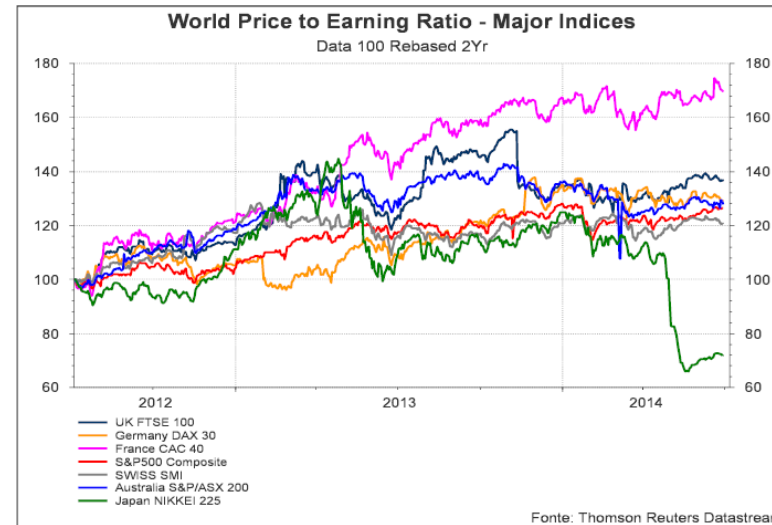
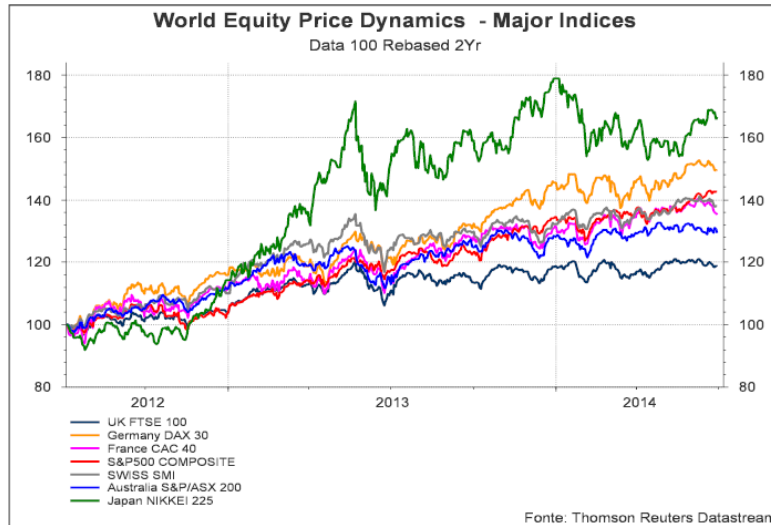
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo 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 mese di giugno è apparsa più riflessiva, benché la ripresa di Tokyo vada segnalata come una rilevante novità nel panorama delle borse mondiali del 2014. Sono stati intanto numerosi i fattori di disturbo: il mese è cominciato con l'attesa manovra della BCE, che in parte ha deluso perché è apparsa tardiva e poco efficace. Poi è stata la volta dell'Iraq, dove si è aperto un fronte di guerra in grado di generare un aumento dei rischi «energy». Infine, sono stati i dati relativi alla crescita USA in Q1-14, debolissimi e prossimi al -3,0% annualizzato, a fornire il pretesto per una correzione dei mercati azionari. L'atteggiamento ambiguo e oscillante della Bank of England sulla normalizzazione della politica monetaria ha costituito un ulteriore, ancorché non decisivo, fattore di prudenza degli operatori. Quel che è accaduto ha di fatto incrementato l'incertezza. Recenti sondaggi condotti da primarie banche d'affari danno conto di questa situazione: quasi tutti gli intervistati secondo JP Morgan prevedono un mercato rialzista e mantengono un sovrappeso dell'equity. D'altra parte, non vi è condivisione su quale paese, area geografica o settore merceologico privilegiare per ottenere un sovrappeso dell'equity. Molti fra gli intervistati preferiscono l'Europa agli Stati Uniti, perché avrebbe valutazioni più attraenti che non sono state apprezzate recentemente dal mercato, e tuttavia la debole dinamica degli utili (per lo più dovuta al più piatto profilo della ripresa economica) rende gli investitori poco inclini ad aumentare il peso dell'area in portafoglio. Infine, gli investitori istituzionali che avevano acquistato equity Japan nel 2013 non lo stanno facendo nel 2014, perché gli investitori giapponesi sembrano non condividere la sostanziale visione positiva del mercato che prevale fuori dei confini nipponici. Sta in tale contesto rafforzandosi un consenso favorevole agli EM: sarebbero in particolare considerazioni legate a valutazioni molto basse e miglioramenti del quadro di crescita endogeno e dei relativi EPS a supportare una rotazione verso alcuni selezionati listini emergenti, benché tale fenomeno possa trovare mitigazione nell'eccessiva sensibilità di queste borse al ciclo internazionale dei tassi e nel livello ancora troppo contenuto dei premi al rischio, che non sono in grado di compensare i possibili aumenti di volatilità.

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.

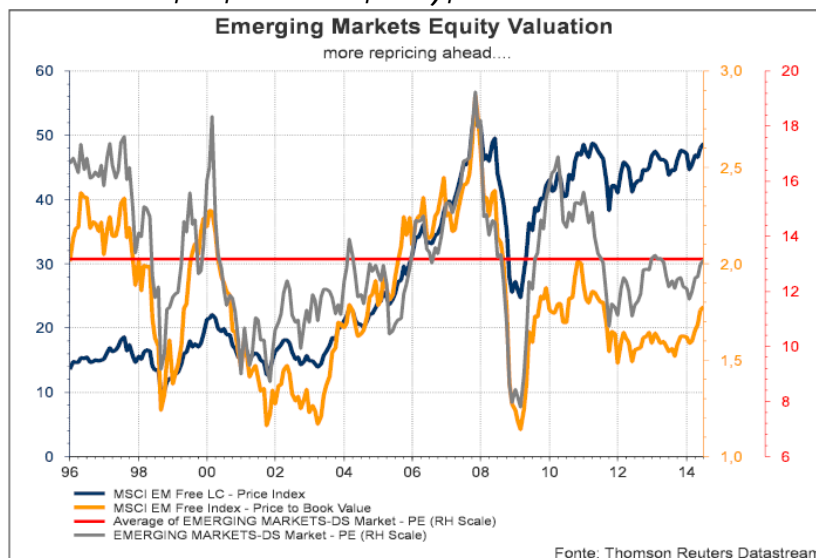
Global Equity markets



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.

FOCUS: Emerging Markets Equity

La fase di apprezzamento dei mercati emergenti che si era sperimentata a partire da metà marzo si è interrotta nel corso del mese di giugno. 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. 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 giugno ci sono state nuove tensioni geopolitiche a scompensare il quadro di investimento, e i listini EM hanno trovato concorrenza in attività più solide (Tokyo, New York), o in alcune commodity utili come copertura dei rischi sistemici (Brent, Gold, Silver). Con l'economia in via di stabilizzazione, le valutazioni potrebbero favorire Shanghai (P/E 9x, P/Book 1,3x, ERP 11,5%), chiaramente sottovalutata rispetto agli altri listini emergenti asiatici.



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 più riflessivo è più uniforme nelle tendenze di fondo, nei prossimi mesi ci attendiamo un graduale apprezzamento dell'Equity, supportato da un aumento degli EPS coerente ancorché modesto, da valutazioni che rimangono in linea con le medie storiche e da «earning yield» relativamente elevati rispetto ai «cash yield».

Nel breve termine, a fronte di investitori inclini ad un incremento delle posizioni Equity, un ciclo meno vivace e un'ampia rotazione «cross asset class» 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 costituiranno occasioni per ricomporre i portafogli in vista di una seconda parte del 2014 che prevediamo positiva.

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 (grazie anche ad un ciclo che si va rafforzando) e degli utili aziendali. Il Q1-2014 non è stato particolarmente favorevole per gli EPS, cresciuti in Europa del 2,2% su base annua (+5,5% negli USA), confermando che il driver della performance rimangono le valutazioni e che quindi la politica monetaria espansiva potrà supportare un graduale apprezzamento dei listini EMU.

Gli USA, isolati dagli shock esterni, scontano valutazioni «fair» ma sono esposti alla debole e incerta 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 tecnologie, in un listino ben diversificato e quindi più protettivo.

MAIN EQUITY INDICES				EPS Growth			P/E Ratios		
	Last Price	%chg YOY	Dividend	2014	2015	2016	2014	2015	2016
	03/07/2014	2014	Yield						
S&P 500	1985,44	7,4%	2,3%	6,3%	8,6%	11,3%	18,1	16,6	14,9
S&P GICS Information Tech.	4485,92	7,4%	2,1%	2,5%	11,3%	10,9%	17,9	16,1	14,5
EURO STOXX (EUR)	330,40	5,1%	3,6%	-0,4%	11,9%	16,9%	17,3	15,4	13,2
FTSE-100 INDEX	6866,05	1,7%	3,9%	-10,4%	6,1%	9,1%	15,2	14,3	13,2
TOPIX First Segment	15437,13	-5,2%	1,8%	73,4%	6,4%	11,5%	15,1	14,3	12,8
MSCI WORLD INDEX	1252,02	5,7%	2,8%	5,5%	8,2%	11,5%	17,4	16,1	14,4
MSCI EMERGING MARKETS	49267,65	4,5%	2,7%	104,6%	8,7%	11,3%	12,5	11,5	10,3
MSCI PACIFIC	803,27	-0,2%	2,6%	37,7%	7,2%	9,7%	15,6	14,6	13,3
MSCI EM LATIN AMERICA	2194,95	32,3%	3,3%	5,2%	9,3%	14,2%	14,6	13,4	11,7

Source: Thomson Reuters & I/B/E/S Global Aggregates

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

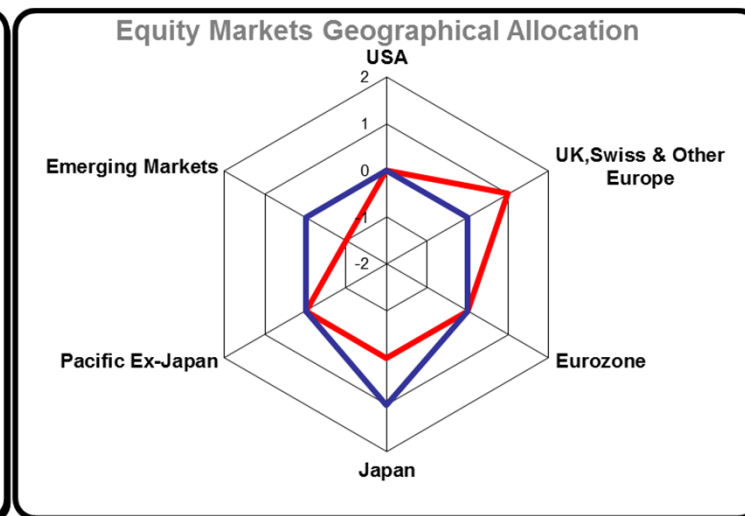
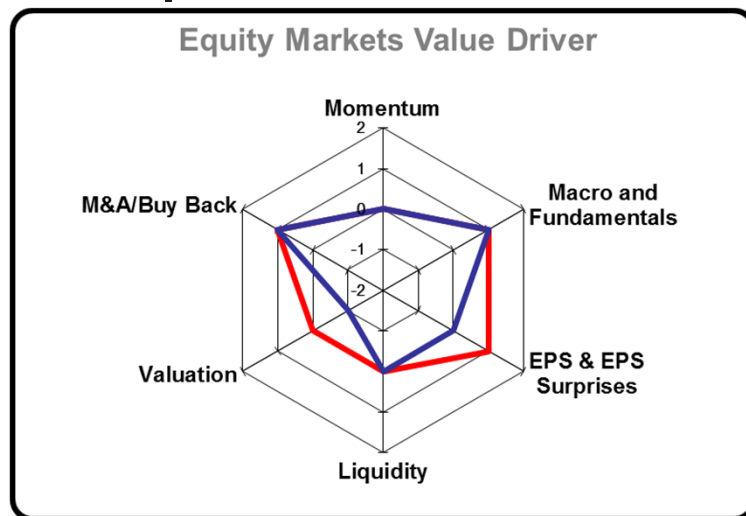
Le società appartenenti allo S&P500 hanno avviato la «reporting season» relativa al secondo quarto del 2014: gli analisti si aspettano una crescita tendenziale degli utili del +6,2%. Con riguardo agli EPS, il 64% delle società ha battuto le aspettative, il 9% le ha confermate e il 27% ha realizzato risultati al di sotto del consenso. In aggregato, il risultato è peggiore delle medie degli ultimi 20 anni; le sorprese positive sono state il 1,0%, tre punti percentuali in meno degli ultimi quattro trimestri (4,0%). Il campione rilevato è ancora troppo piccolo per trarne una tendenza stabile, ma fra i settori migliori si segnalano in particolare le Tecnologie (71%) e i Consumi Discrezionali (71%). Nel Q2-2014 il tasso di crescita degli utili dello S&P500 è stimato al +6,2%, per un valore complessivo di 267,8Mld\$, più elevato di quello registrato nel Q2-2013 (252,3mld\$). Segnali discreti vengono dalle «guidance» relative al Q2-2014: 97 società hanno dato indicazioni negative e 24 società hanno fornito indicazioni positive, con un N/P Ratio pari a 4,0 per l'intero indice S&P500 (era il 6,1 un anno prima). Si annuncia pertanto un moderato miglioramento del quadro dei fondamentali, che tuttavia sembra potersi caratterizzare per una maggiore selettività di imprese e settori.

Sector	Above %	Match %	Below %	Surprise Factor %	Reported Total #	Index Total #
Consumer Discretionary	71%	0%	29%	2%	7	84
Consumer Staples	50%	0%	50%	0%	6	40
Energy	-	-	-	-	0	45
Financials	-	-	-	-	0	84
Health Care	-	-	-	-	0	53
Industrials	100%	0%	0%	2%	1	64
Materials	0%	0%	100%	-3%	1	30
Technology	86%	0%	14%	1%	7	65
Telecom Services	-	-	-	-	0	5
Utilities	-	-	-	-	0	30
S&P 500	68%	0%	32%	1%	22	500

Source: Thomson Reuters I/B/E/S

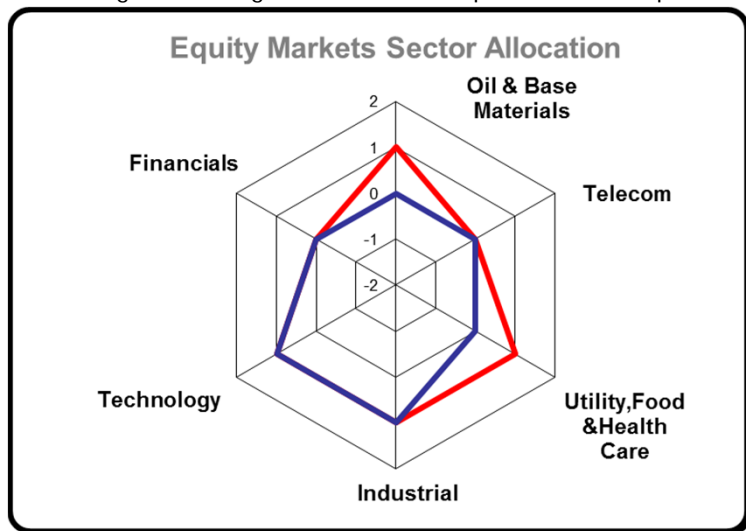
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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



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

rosso=mese precedente, blu= mese in corso

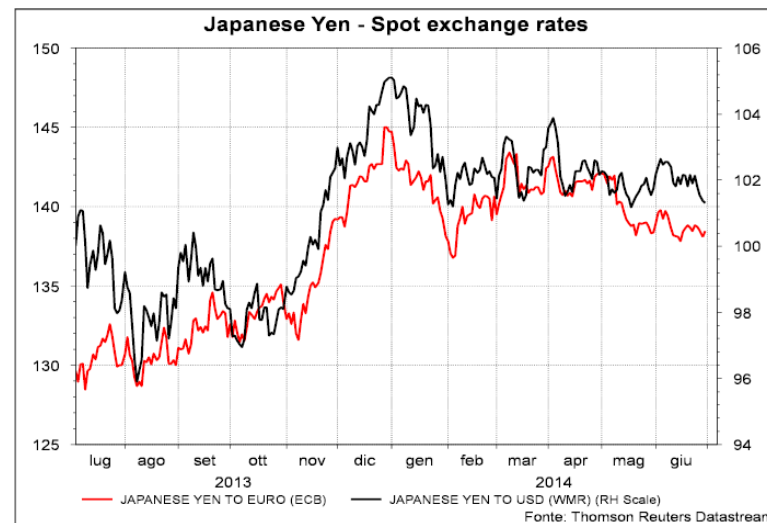
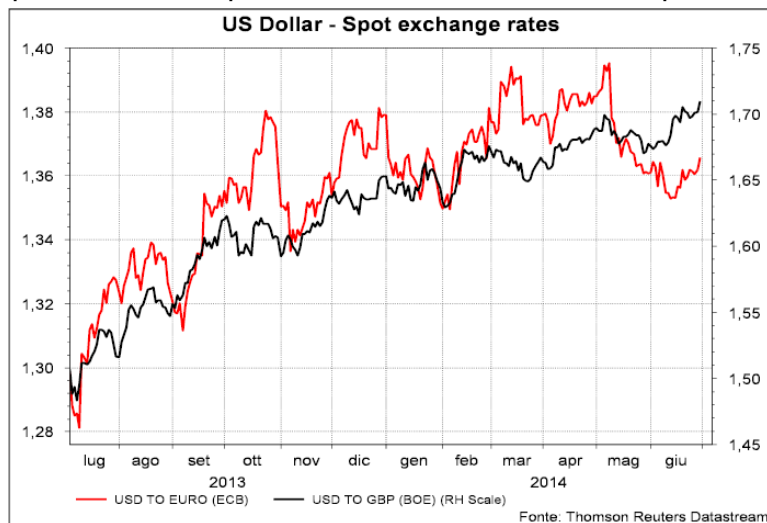


Abbiamo aggiustato le posizioni alla luce della diffusione della ripresa nei DM e dell'attenuazione dei rischi negli EM. Ridotto il peso di EMU, il cui profilo è condizionato da premi al rischio troppo bassi. Abbiamo riportato il peso di Asia-Pacifico a neutrale, sulla base di considerazioni favorevoli ad un incremento dei Tecnologici e dei Beni Intermedi (favorite Corea, Taiwan, India), accumulando posizioni selettive su Brasile e Messico. La posizione in USA è stata mantenuta su valori di neutralità. Abbiamo accumulato con più convinzione posizioni in Giappone, meglio esposto al ciclo, con valutazioni più contenute, premi al rischio più attraenti e maggiori probabilità di «EPS surprises».

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

Nel mese di giugno la maggiore delusione sul mercato FX è venuta da USD. La divisa americana si è deprezzata verso tutte le major, registrando un peggioramento più accentuato nella seconda metà del mese. Soprattutto contro EUR, il movimento non ci ha sorpreso, visto che già nel precedente rapporto avevamo avvertito che il successo della manovra della BCE – ovvero il tentativo di ottenere una svalutazione dell'EUR – sarebbe dipeso anche dalla velocità con la quale la FED avrebbe inteso modificare i propri tassi di interesse; ritenevamo inoltre che inizialmente la divisa europea si sarebbe mossa in senso contrario, per via degli effetti sui prezzi dei Governativi principali di una riduzione della struttura a termine europea. E così è avvenuto. Mentre giudichiamo che nel futuro prevedibile saranno le divergenze di politica monetaria ad ancorare le dinamiche dei tassi di cambio (ancorché in maniera commisurata al possibile successo nel raggiungimento delle variabili obiettivo), diffidiamo delle effettive capacità di USD di avviare nel breve un più ampio apprezzamento. La Federal Reserve, infatti, mantiene un atteggiamento accomodante, ma la fine del QE – annunciata per ottobre – anticipa un trasferimento delle attenzioni sul valore esterno del dollaro, che la banca centrale farà di tutto per mantenere svalutato. Sono tante le preoccupazioni in tal senso, che gli operatori hanno spostato le operazioni di carry-trade sul mercato dei tassi, montando strategie nel segmento 2-3Y «long Bund-Short Treasury». Anche JPY si è avvantaggiato contro USD, ma qui la tendenza potrebbe rovesciarsi a breve, specie se gli investitori accumulassero volatilità sul cross USD/JPY.

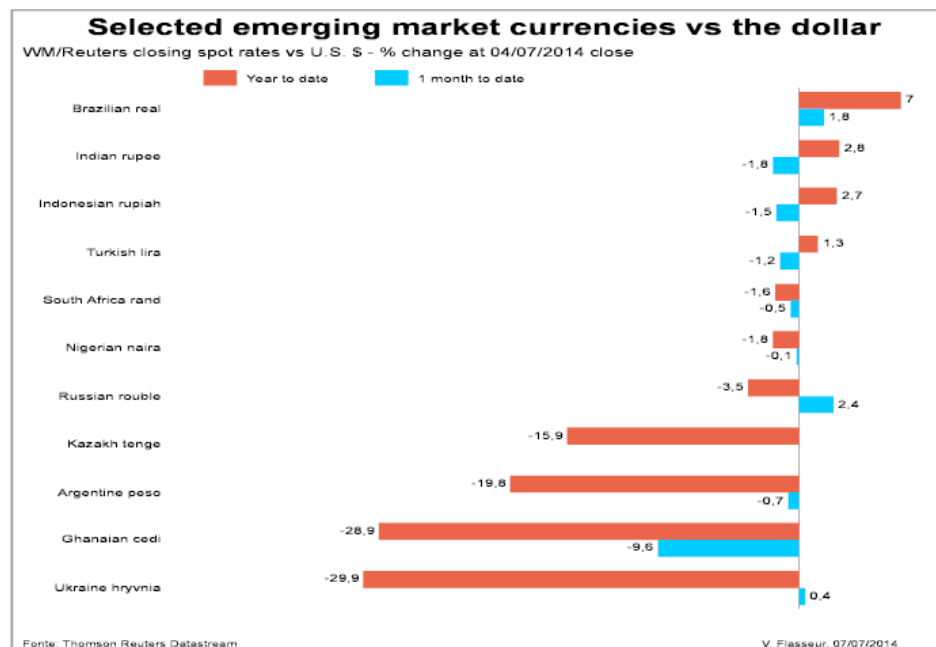


Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

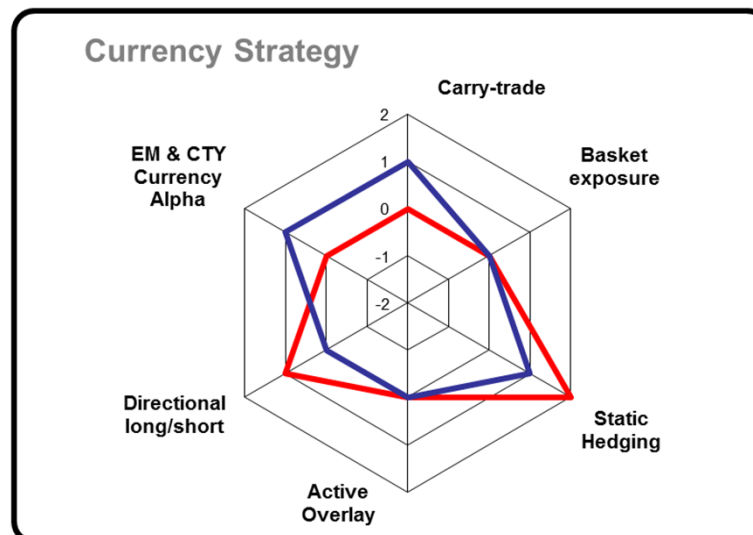
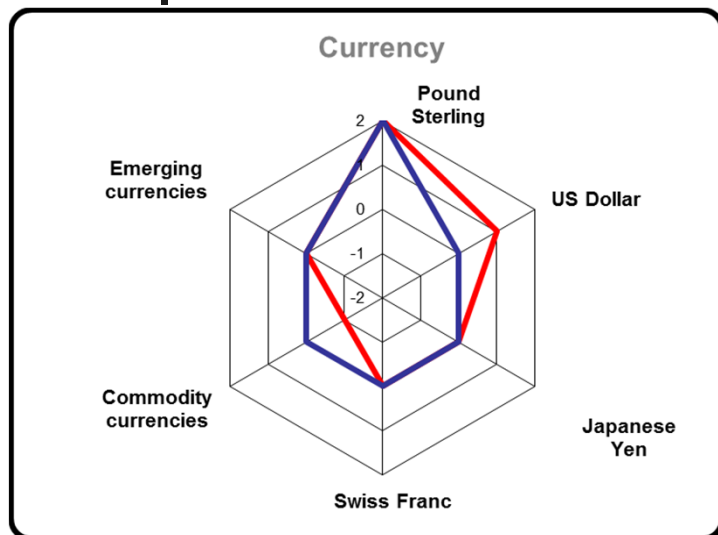
Il complesso delle divise EM, nonostante i recuperi messi a segno da inizio anno, non esprime tuttora valutazioni eccessive. E' pur vero che parte della competitività esterna è stata erosa dai recenti apprezzamenti nominali e da differenziali di inflazione verso i DM ancora penalizzanti, ma i forti cali sperimentati fino a febbraio lasciano ampio spazio per giudicare le valutazioni mediamente inferiori ai livelli di equilibrio. Peraltro, alle nostre top picks (BRL e INR) si è aggiunta di recente la TRY, che ha beneficiato di un taglio a sorpresa dei tassi da parte della CBRT nonostante un tasso di inflazione sensibilmente più elevato del target. La TRY ha così potuto sfruttare un triplice volano per apprezzarsi: 1) l'appetibilità dei governativi «local market»; 2) l'accumulo di posizioni carry trade «long TRY»; 3) la maggiore stabilità dei flussi di portafoglio, grazie ad un consolidamento della fiducia nell'azione a sorpresa della banca centrale. In un contesto di mercato che è apparso meno fragile (ne è conferma il recupero del RUB in maggio, +4,0%), la diminuzione dei livelli di avversione al rischio si è sommata ai driver fondamentali delle EM currencies (rafforzamento delle partite correnti, carry positivo, valutazioni attraenti) sostenendo le divise.

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) ZAR (FX hedged), dove il mercato locale è sostenuto da elevati tassi reali, carry attraente e un atteggiamento «morbido» della SARB; 4) MXN, dove domanda stagnante e bassa volatilità sistemica costringono le aspettative di inflazione, sostenendo i Local Governments.



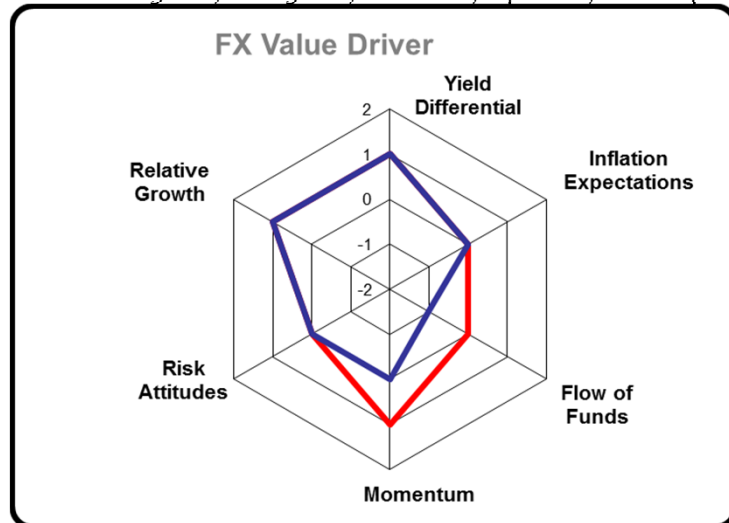
Questa pubblicazione viene distribuita da SOPRARNO SGR S.p.A. al solo fine informativo, e non rappresenta o costituisce parte integrante di alcuna offerta o sollecitazione ad emettere, vendere, sottoscrivere o acquistare prodotti di investimento. Tutte le informazioni e le opinioni espresse in questo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

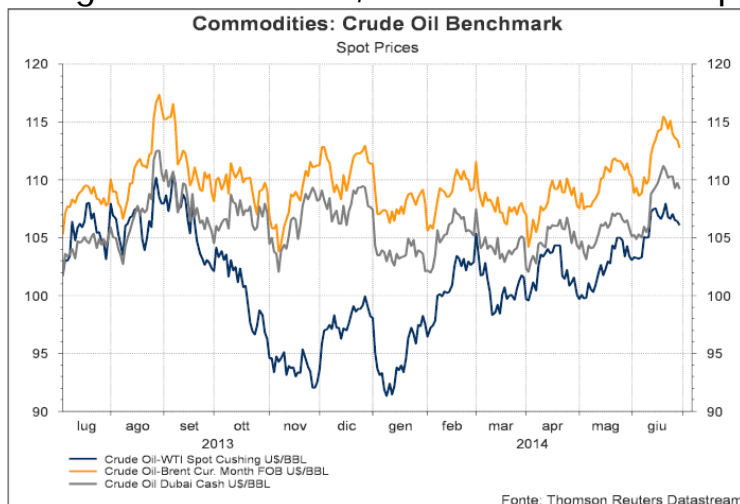


Manteniamo posizioni «long GBP» contro tutte le majors, accumulando limitate posizioni direzionali «long NOK». Su JPY la posizione è «neutral», per effetto di aspettative di politica monetaria meno compiacenti. Abbiamo iniziato a caricare posizioni «short» direzionali SEK e CHF contro EUR, mentre EUR è gamba «short» delle operazioni «carry-trade» sul FX. Risposte di policy e ridotte tensioni macro alimentano il «momentum» fra le EM currency, in particolare MXN e INR. Acquistiamo volatilità su USD/JPY, perché i livelli sono troppo bassi rispetto alle incertezze di breve sui fondamentali ed alle rispettive politiche monetarie.

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 giugno il complesso delle commodity ha fatto segnare una performance positiva (+1,1%). Nel comparto Energy (+1,9%) sono stati ancora i prodotti grezzi a sostenere i prezzi, grazie alla ripresa della domanda di raffinazione a seguito della chiusura del periodo di manutenzione degli impianti. Le tensioni in Iraq hanno avuto effetti positivi e uniformi sui prezzi del Brent e del WTI, che tuttavia da metà mese hanno cominciato a flettere sulla base di un livello di scorte giudicate superiori al normale. L'accelerazione dell'attività di raffinazione è proseguita in giugno, ma le disponibilità non sono state assorbite dalla domanda finale, con la benzina in particolare sotto pressione. Nel comparto dei Metalli Industriali (+5,5%), ai positivi andamenti di Palladio e Platino (di fatto Preziosi con prevalente uso industriale) si è aggiunto il Rame (+2,5%), che ha ulteriormente beneficiato del sensibile miglioramento dell'attività economica in Cina e di una moderata restrizione sul mercato fisico, dovuta alla costituzione di garanzie «off-shore» di operatori commerciali locali. Le Agricole hanno registrato un calo del -10,0%, a seguito dell'avvio della stagione dei raccolti, che ha confermato i previsti incrementi dei livelli di offerta e di stoccaggio.



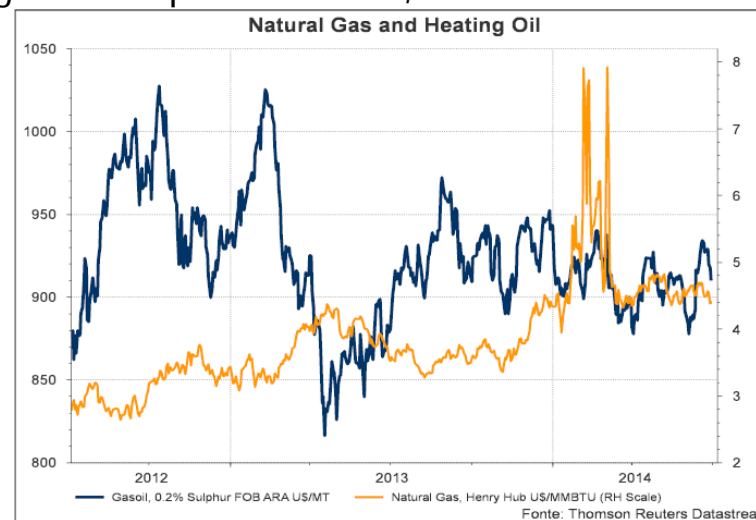
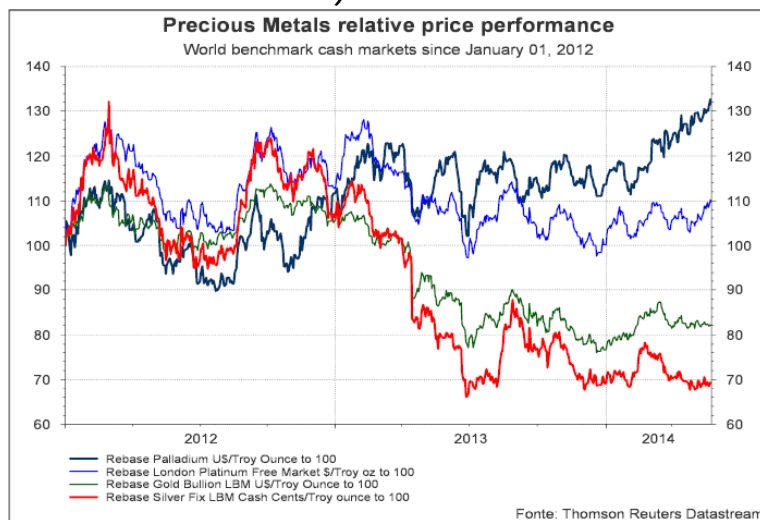
GOLDMAN SACHS COMMODITY INDEX				
Constituents	week%	moth%	2014ytd%	2013final%
S&P GSCI Commodity	-1,53%	1,13%	3,32%	-2,21%
S&P GSCI Energy	-1,74%	1,89%	2,01%	4,04%
S&P GSCI Industrial Metals	3,11%	5,50%	4,88%	-9,30%
S&P GSCI Livestock	1,99%	9,58%	29,31%	1,82%
S&P GSCI Agriculture	-4,86%	-10,02%	-1,91%	-22,09%
S&P GSCI Precious Metals	0,04%	6,89%	9,75%	-29,31%

Source: Datastream - dati al 4 07 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

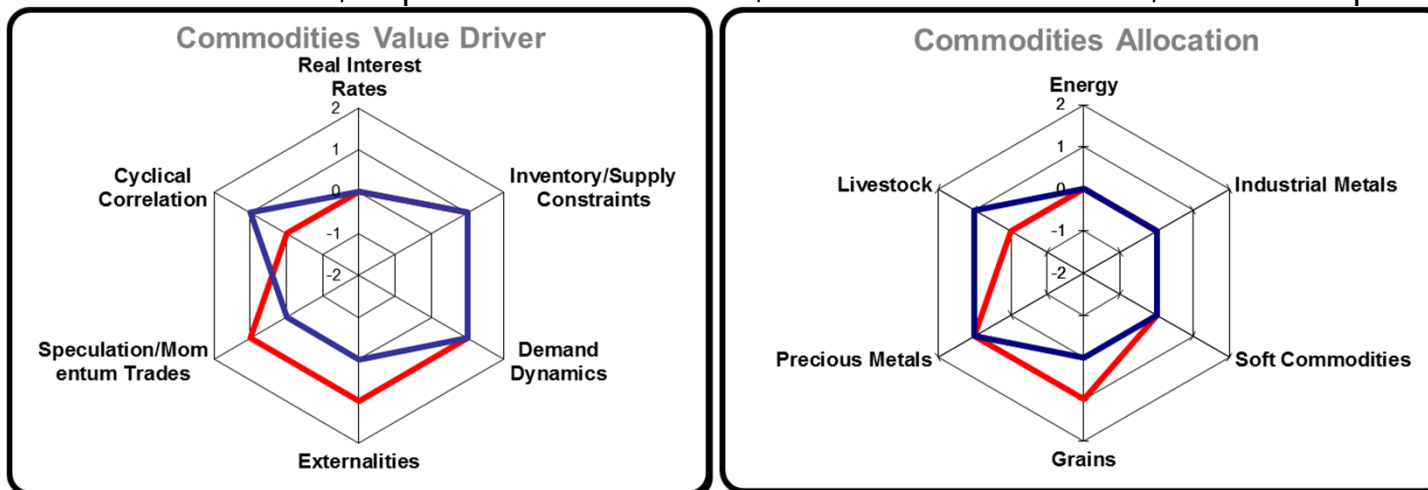
Nelle settimane recenti il mercato dell'energia ha registrato pesanti cali dei prezzi, nonostante i crescenti timori che i venti di guerra civile in IRAQ potessero trascinare in una crisi geopolitica più ampia nelle regioni confinanti. E' bastato che la Libia annunciassse il ritorno a condizioni di produzione 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 marginale 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» è cominciata, e ciò potrà generare qualche tensione sui prezzi, che riteniamo sarà controllata. In giugno i prezzi dell'Oro sono saliti, in risposta a tensioni geopolitiche. Tale tendenza non ha sostegno nei driver tipici del metallo giallo: in particolare, una politica della FED meno accomodante manterrà l'inflazione bassa, ed entrambi i fattori (politica monetaria più rigorosa e inflazione contenuta) sosterranno USD insieme alla graduale ripresa del ciclo, a danno dell'Oro.



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

Ancorché la rotazione settoriale proseguita a giugno sia positiva per la tenuta del quadro tecnico delle commodity, essa non ci ha indotto a modificare il sottopeso del comparto per il prosieguo dell'anno. Nel breve, riteniamo possa continuare l'apprezzamento del Palladio, grazie ad un sensibile aumento della domanda da parte dell'industria automobilistica: il prezzo dovrebbe beneficiare di un ridotto livello di scorte e di vincoli dell'offerta del materiale alternativo (il Platino). Il Rame nel breve è supportato dalla domanda di fonte cinese, principalmente per la costituzione di garanzie, e costituisce per noi soltanto una opportunità tattica. Sulle Agricole, il rapporto WASDE conferma l'equilibrio di domanda e offerta sul mercato fisico per tutte le varietà di grani nei prossimi mesi, con sostanziosi incrementi dei livelli di scorte di Mais e Soia, a seguito di un raccolto che si stima possa doppiare la dimensione della domanda finale. Pesa inoltre l'abbondanza di prodotti Energy raffinati, che riduce la domanda di etanolo. Non abbiamo quindi alcuna posizione sul comparto. Sull'Energia, abbiamo chiuso la posizione long spread Brent-WTI con l'attenuazione della crisi Ucraina, mentre accumuliamo ulteriore rischio sui raffinati, in particolare la benzina, con orizzonte 1-3 mesi, a cambio aperto.

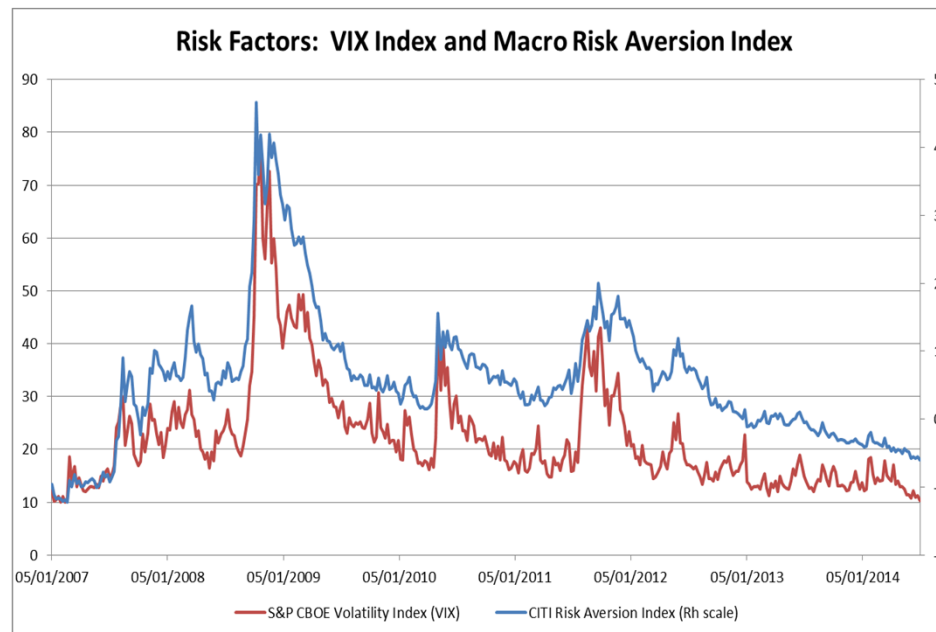


-2 molto negativo, -1 negativo, 0 neutrale, 1 positivo, 2 molto positivo rosso=mese precedente, blu= mese in corso

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

Continua a scendere la volatilità sistemica, così come i livelli di avversione al rischio. Tale dinamica non alimentano necessariamente una traiettoria strutturale e positiva dei mercati finanziari, perché è principalmente il prodotto di politiche monetarie ultra-accomodanti. Lo shock reale che le ha imposte (derivato dalla crisi finanziaria 2007-2008) è stato in parte superato, ma la ripresa è asfittica, frammentata e insoddisfacente. E soprattutto, la bassa rischiosità sistemica ha spinto al ribasso i premi al rischio e al rialzo le valutazioni di Credit ed Equity in particolare; gli operatori hanno così incrementato i livelli di copertura e non le posizioni.

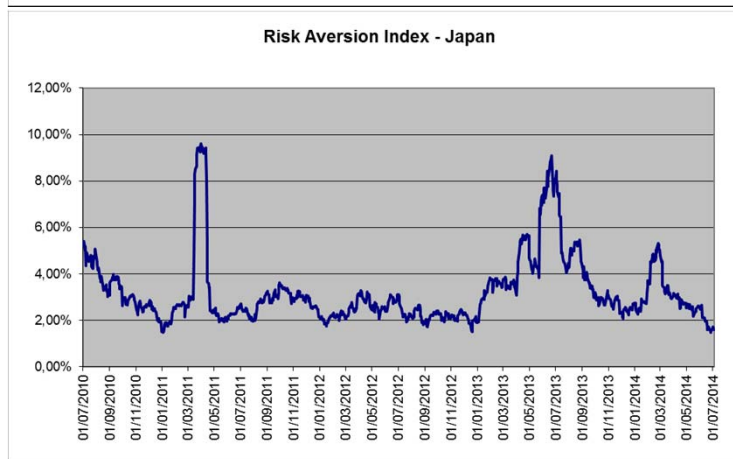
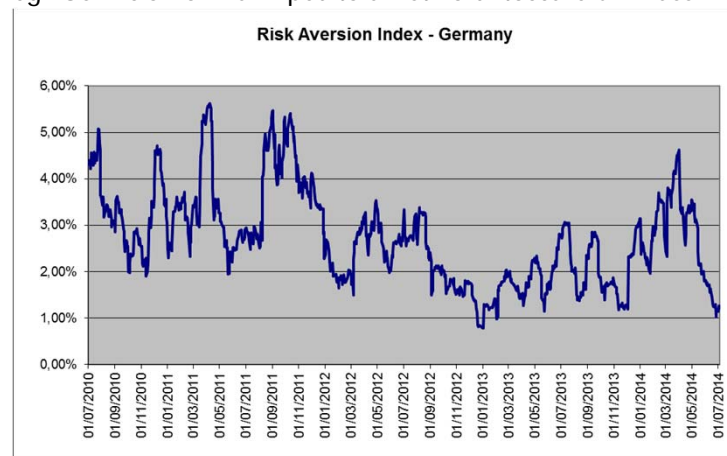


Standard deviation (21 dd) of the main financial assets									
	Yield to Maturity Benchmark Govies			Equity Indices			Foreign Exchange vs US\$		
	April	May	June	April	May	June	April	May	June
USA	20,75	20,53	21,84	13,70	8,93	7,01	-	-	-
Brazil	13,30	17,23	17,63	20,53	17,45	14,95	12,27	9,31	10,59
Mexico	10,45	10,74	11,21	10,03	10,43	7,21	5,55	3,93	4,23
UK	21,41	23,77	20,55	9,66	6,57	8,59	3,94	4,00	4,41
France	26,65	25,05	32,19	12,07	10,11	10,99	3,46	3,93	3,10
Germany	30,94	35,93	32,47	16,69	11,56	9,66	3,46	3,93	3,10
Italy	18,36	33,81	21,29	22,13	22,49	15,81	3,46	3,93	3,10
Japan	24,30	18,23	14,06	19,91	18,82	11,75	5,94	3,68	3,18
Australia	11,20	14,34	15,53	9,27	9,58	12,22	6,69	5,51	6,49
Canada	18,94	18,97	21,87	7,70	7,58	5,47	4,42	5,06	3,72

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

In giugno gli investitori hanno in generale assunto atteggiamenti più aggressivi, ricercando attivamente opportunità in grado di generare rendimenti «alfa»: ad un quadro macro che mostra crescenti e diffusi sintomi di consolidamento si associano condizioni finanziarie tuttora molto favorevoli, mentre i paesi emergenti alimentano giudizi meno pessimistici con il progredire della fase di aggiustamento avviata nel secondo quarto del 2013. Gli indici di avversione al rischio hanno pertanto fatto segnare ulteriori e significativi cali, in particolare in Germania e in Giappone, con i rispettivi listini che beneficiano di sostanziali recuperi di trazione. In Italia l'indicatore si è assestato sui minimi storici, mentre è più incerto negli USA: ciò non ha impedito al listino di toccare un massimo.



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

Le macro view

- Il quadro macro si è deteriorato nella prima parte dell'anno: all'aggiustamento dei paesi emergenti si è affiancato un diffuso rallentamento della crescita economica in Cina e negli USA, una marcata volatilità del ciclo in Giappone ed una ripresa dell'Eurozona ancora debole e frammentata.
- I dati più recenti indicano tuttavia un diffuso miglioramento dell'ambiente economico, grazie anche a crescenti sintomi di esaurimento della fase più acuta dell'aggiustamento degli Emergenti.
- 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 risulta confermato: 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 accorciati: la Cina ha adottato misure intese a compensare l'irrigidimento creditizio, l'India ha annunciato un piano di riforme economiche, il Brasile si accinge ad accogliere flussi turistici epocali per il campionato del mondo di calcio.
- L'impegno delle 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».
- La view sull'Eurozona rimane bilanciata; il pacchetto di misure varato dalla BCE può indurre una rotazione inizialmente favorevole ai mercati «core», frenati fino ad oggi da valutazioni eccessive. La view sugli USA è equilibrata, riteniamo che l'economia sia ormai avviata su un sentiero di crescita più maturo dei competitors, che induce a scelte più orientate verso i ciclici e i beni capitale.

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 gli investitori Equity a scelte selettive. I Corporate HY e IG beneficiano di una sostanziale stabilità dei tassi benchmark. Un portafoglio bilanciato pare una risposta coerente al più riflessivo quadro dei fondamentali.
- Nel fase attuale prevale 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 basa 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.
- Le valutazioni Equity DM rimangono «fair»: sulla base dei nostri modelli «top down ratios», i mercati meglio posizionati sono DAX, NIKKEI e S&P. Per le strategie selettive, suggeriamo un NW degli USA, accompagnato da una rotazione settoriale verso i ciclici: il paese è più isolato dagli shock esterni ma anche più avanti nel ciclo; in Giappone suggeriamo una graduale riduzione del UW verso beni strumentali e tecnologie. Nell'EMU riteniamo migliore il DAX in questa fase, dove i ciclici pesano circa il 57% e le attese di svalutazione lo favoriscono.
- Sia pure incorporando nelle scadenze a 2Y un graduale irrigidimento della politica della FED, la curva USA 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 potrà deprezzarsi contro USD con gradualità e ritardo, deboli JPY e CNY (effetti di policy).
- Nuove opportunità per i Convertibles, specie negli USA ed in UK, grazie al ciclo, ai tassi e ad una migliore intonazione dell'Equity. Restano compressi gli spazi per i Corporate, ma gli spread sono ancora 45bp più elevati dei livelli pre-crisi, le politiche monetarie restano accomodanti, e in media per il comparto il «carry» è migliore.
- Sulle Commodity vediamo spazi su Palladium e Gasoline, mentre siamo NW su Brent e WTI (eccessi scorte);
- Selettività su EM Equity; occasioni sui Sovrani EM (BRL, INR, PLN, MXN in Lc; ZAR 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&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.